



Daniel do Nascimento Petiz

**Analisando a Relação entre a Estrutura de Propriedade,
Governança, Valor, Rentabilidade e *Dividend Yield* de
Bancos Brasileiros**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Andre Luiz Carvalhal da Silva

Rio de Janeiro
Dezembro de 2015



Daniel do Nascimento Petiz

**Analisando a Relação entre a Estrutura de Propriedade,
Governança, Valor, Rentabilidade e *Dividend Yield* de
Bancos Brasileiros**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Andre Luiz Carvalho da Silva

Orientador
Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Luiz Eduardo Teixeira Brandão

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. Gustavo Silva Araujo

Banco Central

Prof^a. Mônica Herz

Vice-Decana de Pós-Graduação do CCS – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 15 de dezembro de 2015

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

Daniel do Nascimento Petiz

Graduado em Administração de Empresas pela UnB em 1998. Concluiu MBA em Derivativos pela BM&FBovespa em 2002. Analista do Banco Central do Brasil desde 2000.

Ficha Catalográfica

Petiz, Daniel do Nascimento

Analisando a relação entre a estrutura de propriedade, governança, valor, rentabilidade e dividend yield de Bancos Brasileiros / Daniel do Nascimento Petiz; orientador: Andre Luiz Carvalho da Silva. – 2015.

39 f.; 30 cm

Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2015.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Estrutura de controle e propriedade. 3. Governança. 4. Bancos. 5. Valor. 6. Rentabilidade. I. Silva, Andre Luiz Carvalho da. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Aos meus pais, Nara e Antônio Carlos.

Agradecimentos

A Deus.

Aos meus pais, pelo incentivo constante.

À minha namorada Lilian, que esteve ao meu lado principalmente nos momentos mais árduos.

Ao meu orientador, Andre Luiz Carvalhal da Silva, pela participação fundamental na concretização do trabalho.

À PUC-Rio, pelo auxílio concedido.

Aos professores da comissão examinadora, pelas relevantes observações proferidas em relação à dissertação.

Resumo

Petiz, Daniel do Nascimento; Silva, Andre Luiz Carvalhal da. **Analisando a Relação entre a Estrutura de Propriedade, Governança, Valor, Rentabilidade e Dividend Yield de Bancos Brasileiros.** Rio de Janeiro, 2015. 39p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O objetivo dessa pesquisa é analisar o valor, rentabilidade e dividend yield dos bancos brasileiros e sua relação com a origem do capital do acionista controlador e com a qualidade das práticas de governança. A amostra analisada contém 40 bancos de capital aberto de 1995 a 2013. Foram realizados testes estatísticos e estimados modelos probit e regressões em painel para verificar se existem diferenças significativas entre bancos estatais, estrangeiros e privados nacionais bem como bancos listados no mercado tradicional e no Novo Mercado. Os resultados indicam que existe diferença significativa entre o valor, rentabilidade e dividend yield dos bancos estatais, estrangeiros e privados nacionais. Os bancos privados nacionais possuem maior valor (price-to-book) do que bancos estatais e estrangeiros. Além disso, existe evidência estatística, ainda que fraca, que a rentabilidade e o dividend yield dos bancos estrangeiros são maiores do que dos bancos estatais e privados nacionais. Os bancos com melhores práticas de governança possuem maior rentabilidade, mas os resultados para valor e dividendos não são significativos. Além disso, bancos maiores, mais alavancados e com maior concentração acionária possuem maior price-to-book. Por sua vez, bancos maiores e menos alavancados possuem maior rentabilidade, enquanto bancos menores pagam mais dividendos.

Palavras-chave

Estrutura de controle e propriedade; Governança; Bancos; Valor; Rentabilidade; Dividendos.

Abstract

Petiz, Daniel do Nascimento. Silva, Andre Luiz Carvalhal da (advisor). **Analyzing the Relation between Ownership Structure, Governance, Value, Profitability and Dividend Yield of Brazilian Banks.** Rio de Janeiro, 2015. 39p. MSc. Dissertation - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The purpose of this research is to analyze the value, profitability and dividend yield of Brazilian banks and their relation to the origin of controlling shareholder and the quality of governance practices. The sample contains 40 banks from 1995 to 2013. Statistical tests, probit models and panel regressions were run to check for significant differences between state-owned banks, foreign and domestic private banks as well as banks listed on the traditional market and on the Novo Mercado. The results indicate that there is significant difference between the value, profitability and dividend yield of state banks, foreign and domestic private banks. The domestic private banks have higher price-to-book than state and foreign banks. Furthermore, there is statistical evidence, despite weak, that the profitability and dividend yield of foreign banks are higher than those of state and domestic private banks. Moreover, banks with better governance have improved profitability, but the results for value and dividend yield are not significant. In addition, larger banks, with higher leverage and greater ownership concentration have higher price-to-book. Finally, larger and less leveraged banks have increased profitability, while smaller banks pay more dividends.

Keywords

Ownership structure; Governance; Banks; Value; Profitability; Dividend Yield.

Sumário

1 Introdução	10
2 Referencial teórico	12
2.1 Governança Corporativa	12
2.2 Estrutura de Controle e Propriedade	15
3 Dados e Metodologia	21
3.1 Amostra	21
3.2 Metodologia	22
4 Resultados	24
4.1 Estatísticas Básicas	24
4.2 Listagem no Novo Mercado e características dos bancos	28
4.3 Relação entre <i>Price-to-Book</i> e Características dos Bancos	29
4.4 Relação entre <i>ROE</i> e Características dos Bancos	31
4.5 Relação entre <i>Dividend Yield</i> e Características dos Bancos	33
5 Conclusões	35
6 Referências bibliográficas	37

Lista de tabelas

Tabela 1 - Lista de Bancos Analisados no Trabalho	21
Tabela 2 - Estatística Descritiva	25
Tabela 3 - Matriz de Correlação.....	26
Tabela 4 - Características dos Bancos pela Origem do Capital e Governança ..	27
Tabela 5 - Modelo <i>Probit</i> para Listagem no Novo Mercado	29
Tabela 6 - Relação entre <i>Price-to-Book</i> e Características dos Bancos	31
Tabela 7 - Relação entre <i>Return on Equity</i> e Características dos Bancos	33
Tabela 8 - Relação entre <i>Dividend Yield</i> e Características dos Bancos	34

1 Introdução

Com o surgimento da crise financeira nos Estados Unidos, em 2007, e sua propagação ao redor do mundo nos anos seguintes, aumentaram as preocupações, principalmente por parte das autoridades de supervisão e de bancos centrais, a respeito da estabilidade financeira e as formas de se mantê-la. O conhecimento adequado do funcionamento das instituições financeiras passou a ganhar ainda mais atenção.

Em momentos de estresse são multiplicados os esforços necessários para acompanhar e monitorar o funcionamento dos bancos, pois os parâmetros de mercado podem se alterar de forma abrupta e conhecimentos específicos do comportamento dos bancos e respectivos segmentos ganham destaque.

Nesse contexto, autoridades de supervisão bancária, como o *Basel Committee on Banking Supervision*, vem desempenhando papel importante na geração e divulgação de princípios para melhores práticas em vários assuntos relacionados às instituições financeiras, dentre eles a governança corporativa.

A valorização das companhias e o aumento do interesse dos investidores e demais partes interessadas, pilares da governança, tem ganhado reconhecimento crescente como aspectos cruciais para a manutenção de resiliência e segurança dos sistemas financeiros, o que se evidencia nas recomendações emanadas do *Basel Committee on Banking Supervision* (2010), do *Board of Governors of the Federal Reserve System* (2010) e da *Organisation for Economic Co-operation and Development* (2010).

A implementação do Novo Mercado pela BM&FBovespa, em 2000, incentivando as companhias a, de forma voluntária, adotarem as práticas de governança, bem como os resultados de pesquisas comprovando melhor performance das companhias em que a governança é mais forte também reforçam o reconhecimento do papel da governança.

Por outro lado, para que as ações de autoridades de supervisão e de bancos centrais em busca de estabilidade sejam efetivas também é relevante compreender os comportamentos dos bancos em termos de segmentos, que geralmente não são uniformes.

Como se pode verificar no Relatório de Estabilidade Financeira, elaborado pelo Banco Central do Brasil, a segmentação dos bancos conforme sua estrutura de controle e propriedade é um dos tipos de segmentos comumente adotados em análises de supervisão.

Bancos públicos, privados e estrangeiros geralmente se comportam de maneira diferenciada, assim como diferenciadas são suas respostas às políticas adotadas. Por essa razão, os diferentes tipos de controle e propriedade também são amplamente analisados em pesquisas acadêmicas (IANNOTTA *et al.*, 2007) e tem se mostrado instrumento indispensável para a tomada de medidas com maior correção.

Este trabalho contribui para a literatura ao analisar a influência tanto do nível de governança corporativa quanto do tipo de controle e propriedade no valor, na rentabilidade e no pagamento de dividendos de bancos brasileiros listados em bolsa. Além disso, também foram analisados os fatores que poderiam influenciar na qualidade das práticas de governança por parte dos bancos, ou no nível de aderência dos mesmos às referidas práticas.

A amostra analisada contém 40 bancos de capital aberto de 1995 a 2013. Foram realizados testes estatísticos e estimados modelos *probit* e regressões em painel para verificar se existem diferenças significativas entre bancos estatais, estrangeiros e privados nacionais bem como bancos listados no mercado tradicional e no Novo Mercado.

Os resultados indicam que existe diferença significativa entre o valor, rentabilidade e *dividend yield* dos bancos estatais, estrangeiros e privados nacionais. Os bancos privados nacionais possuem maior valor (*price-to-book*) do que bancos estatais e estrangeiros. Além disso, existe evidência estatística, ainda que fraca, que a rentabilidade e o *dividend yield* dos bancos estrangeiros são maiores do que dos bancos estatais e privados nacionais. Os bancos com melhores práticas de governança possuem maior rentabilidade, mas os resultados para valor e *dividend yield* não são significativos.

A presente dissertação está organizada da seguinte forma. O próximo capítulo apresenta a revisão de literatura, e o Capítulo 3 explica os dados e metodologia usados no trabalho. O Capítulo 4 mostra os resultados, enquanto o último capítulo apresenta as conclusões.

2 Referencial teórico

2.1 Governança Corporativa

Embora haja certo consenso na literatura sobre o impacto positivo de melhores práticas de governança nas empresas não financeiras (CAPRIO *et al.*, 2007), alguns estudos apontam que não há certeza sobre os benefícios trazidos pela governança às instituições financeiras, pois as mesmas podem ser extraordinariamente complexas e não transparentes, além de serem objeto de forte regulação, que pode ser o fator impeditivo para os benefícios que a governança poderia proporcionar (LEVINE, 2004; LAEVEN, 2013).

Entretanto, outros trabalhos comprovam o impacto positivo das práticas de governança em instituições financeiras. Dentre eles pode-se citar CAPRIO *et al.* (2007), ANDRES e VALLELADO (2008) e PENI e VÄHÄMÄÄ (2011).

No Brasil não há vasta pesquisa sobre a influência das práticas de governança especificamente relacionada a bancos, mas foram encontradas evidências de impacto positivo das práticas de governança em geral em uma série de empresas no país, considerando tanto instituições financeiras quanto não financeiras, nos trabalhos de LEAL e CARVALHAL da SILVA (2005), TERRA e ZAGONEL (2013), e CAIXE e KRAUTER (2014).

Analisando quase 6.000 bancos comerciais nos E.U.A. no período de 1990 a 1995, BERGER e MESTER (1997) identificaram que práticas de governança proporcionam maior eficiência aos bancos. Em geral, quanto mais complexa a estrutura organizacional, mais eficientes são os bancos, e uma estrutura de *holding* poderia implicar em alguma disciplina nas instituições. Além disso, bancos listados em bolsa tendem a ser mais eficientes, na medida em que acionistas externos à instituição poderiam exercer maior controle sobre a gestão da mesma. Não foram encontrados resultados consistentes na análise da influência da proporção de ações possuídas por membros internos das instituições nos indicadores de eficiência.

Em pesquisa realizada por CLAESSENS *et al.* (2002) no mercado asiático, cujo universo de empresas excluía instituições financeiras, os resultados

mostraram que o valor de empresas aumenta positivamente com relação à concentração de recebimentos de dividendos (*cash flow rights*) por parte dos maiores acionistas. Mas o valor das empresas cai quando a concentração de capital votante (*control rights*) excede o capital relacionado a dividendos.

CAPRIO *et al.* (2007) avaliaram práticas de governança de 244 bancos em 44 países ao redor do mundo, identificando impacto positivo dessas práticas no valor desses bancos. Em sua maioria, os bancos dos países analisados têm propriedade concentrada em poucos controladores e há somente alguns poucos países em que há forte legislação de proteção para acionistas minoritários e o controle dos bancos não é concentrado. Em geral os bancos são controlados por famílias ou por governos.

Segundo a pesquisa maior concentração do pagamento de dividendos aos controladores (*cash flow rights*) e forte legislação de proteção aos acionistas minoritários aumentam o valor dos bancos, e também, maior concentração de pagamentos de dividendos aos controladores mitiga os efeitos adversos de fraca legislação de proteção a acionistas no valor dos bancos. Ou seja, o aumento do valor dos bancos proporcionado por maiores dividendos pagos aos controladores é mais amplo quando há fraca legislação de proteção aos acionistas minoritários. Tais resultados sugerem que a estrutura de propriedade é um importante mecanismo para gerenciar os bancos e é importante se atentar para o fato de que estratégias de governança ou regulação que visam reduzir a concentração de propriedade devem ser cuidadosas quando também acarretarem redução dos pagamentos de dividendos aos controladores e a legislação de proteção aos minoritários for fraca, haja vista que isso pode diminuir ou reduzir os aumentos de valor das instituições.

Além do trabalho de CAPRIO *et al.* (2007), também foi encontrada relação positiva entre práticas de governança e valor de bancos nos trabalhos de ANDRES e VALLELADO (2008) e LAEVEN e LEVINE (2009), dentre outros.

A governança corporativa de 69 bancos grandes dos Estados Unidos, Canadá, França, Reino Unido, Itália e Espanha foi analisada por ANDRES e VALLELADO (2008). Seus resultados mostram que a composição do conselho de administração e seu tamanho estão relacionados à habilidade de monitorar e aconselhar os gestores. Conselhos de administração maiores e não excessivamente independentes podem acarretar maior eficiência no monitoramento das funções, criando maior valor às instituições.

LAEVEN e LEVINE (2009) analisaram 279 bancos grandes de 48 países e concluíram que o valor dos bancos é maior em países em que leis de proteção

de acionistas minoritários são mais fortes. Isto é, governança mais forte implica em maior valor.

Na análise dos efeitos da governança corporativa na performance de bancos norte-americanos durante a crise de 2008, elaborada por PENI e VÄHÄMAA (2011), os resultados sugerem que bancos com mecanismos de governança corporativa mais fortes estariam associados a maior lucratividade. Por outro lado, forte governança poderia ter apresentado efeitos negativos no valor de mercado dos bancos durante a crise. Entretanto, a pesquisa registrou que bancos com forte governança também apresentaram maiores retornos em suas ações (valor) após a crise, indicando que boa governança pode ter mitigado efeitos adversos da crise financeira.

Ainda conforme PENI e VÄHÄMAA (2011), quanto menor é o banco maior o seu valor de mercado, e quanto mais alta sua alavancagem, maior é seu valor de mercado. Relação positiva entre práticas de governança e rentabilidade foi encontrada nas pesquisas conduzidas por CORNETT *et al.* (2009) e WESTMAN (2011).

Os maiores bancos de *holding* listados no mercado norte-americano entre 1994 e 2002 também mostraram evidência positiva de quesitos de governança nos seus resultados (CORNETT *et al.*, 2009). Maiores níveis de capital regulamentar, maior independência do conselho de administração e maior proporção de pagamentos por performance em relação à remuneração total do *CEO* são positivamente relacionados aos ganhos.

O trabalho de WESTMAN (2011) abrangeu bancos comerciais e de investimento de 37 países europeus. De forma geral, a presença de gestores e membros do conselho de administração entre os proprietários proporcionam maiores resultados para os bancos europeus analisados. Gestores entre os proprietários causam impacto positivo na lucratividade de bancos não tradicionais, que não utilizam estrutura de captação de depósitos para concessão de empréstimos, como por exemplo os bancos de investimento, enquanto que a presença de membros do conselho de administração entre os proprietários causa impacto positivo nos lucros de bancos tradicionais.

IANNOTTA *et al.* (2007) analisaram os resultados de 181 bancos grandes de 15 países europeus entre 1999 e 2004, e identificaram que o nível de concentração da propriedade não afeta significativamente a lucratividade dos bancos.

No que se refere aos dividendos, LA PORTA *et al.* (1999), analisando 4.000 empresas financeiras e não financeiras listadas em 33 países, concluíram

que maior proteção a acionistas minoritários poderia ser associada a maiores pagamentos de dividendos, confirmando a hipótese de que os dividendos são o resultado de efetiva pressão dos acionistas para forçar os agentes internos das empresas a pagá-los. Governança impacta positivamente os dividendos.

Destaque-se o fato de que, em países em que há regulação estabelecendo pagamentos mínimos de dividendos, como o Brasil, provavelmente a regulação de proteção aos acionistas minoritários é fraca, e a previsão regulamentar de dividendos mínimos reforça o entendimento de que é necessário proteger os minoritários de eventuais excessos dos controladores. Em geral, nas empresas de países com tal regulação há maior pagamento de dividendos do que em países em que não há tais regras (LA PORTA *et al.*, 1999).

Ainda sobre dividendos, é importante mencionar que geralmente as pesquisas abrangem instituições financeiras e não financeiras em conjunto, e por vezes as instituições financeiras são excluídas da amostra.

Embora JIRAPORN e CHINTRAKARN (2009) tenham encontrado forte evidência de que o nível de governança impacta os dividendos positivamente, com o conselho de administração segregado em classes influenciando os dividendos, tal trabalho não considerou em sua amostra as instituições financeiras. Dentre as pesquisas em que as instituições financeiras não foram excluídas da amostra, HU e KUMAR (2004) concluíram o contrário. Sua conclusão foi de que gestões entrincheiradas, direcionadas para evitar a tomada de poder e, portanto, contrárias as práticas de governança, proporcionam maiores pagamentos de dividendos.

No Brasil, LEAL e CARVALHAL da SILVA (2005) não encontraram relação significativa entre práticas de governança e o pagamento de dividendos, e TERRA e ZAGONEL (2013) concluíram que companhias sujeitas a melhores práticas de governança tendem a distribuir mais dividendos. Ambas as pesquisas abrangeram instituições financeiras e não-financeiras.

2.2 Estrutura de Controle e Propriedade

Há vasta literatura abordando indicadores de performance e rentabilidade de bancos com o tipo de propriedade, e os respectivos estudos foram desenvolvidos considerando diferentes períodos de tempo e variadas abordagens metodológicas, o que contribui pelo menos parcialmente para que os resultados se apresentem, por vezes, contrários uns aos outros.

Nos Estados Unidos, dadas as características de seu mercado os bancos públicos não apresentam a mesma relevância do que nos estudos abordando a Europa, ou grupos de países, industrializados ou em desenvolvimento.

Entre 1985 a 1990, bancos estrangeiros foram consistentemente menos lucrativos do que os bancos norte-americanos, a despeito do aumento da participação de mercado dos bancos estrangeiros naquele sistema financeiro durante o mencionado período. A razão principal para isso é o fato de os bancos estrangeiros incorrerem em maiores custos de captação, evidenciando sua incapacidade de desenvolver uma relação com os seus clientes que proporcione o estabelecimento de nível mais confiável de depósitos (DeYOUNG e NOLLE, 1995).

O tamanho das instituições também se mostrou fator determinante de níveis de lucratividade nos Estados Unidos. BERGER e MESTER (1997), analisando quase 6.000 bancos entre 1990 e 1995, identificaram que os bancos pequenos são consideravelmente mais eficientes no tocante aos resultados, mesma conclusão a que chegaram AKHIGBE e McNULTY (2003), analisando bancos no período de 1990 a 1996, o que corrobora os resultados das pesquisas até então realizadas. Questões de estrutura como custos mais competitivos com salários de funcionários e melhor relacionamento com clientes seriam algumas possíveis justificativas.

Por outro lado, SEIFORD e ZHU (1999) analisaram a rentabilidade e a negociabilidade das ações de 55 bancos comerciais dos EUA no ano de 1995. Bancos relativamente maiores exibem melhor performance na lucratividade, enquanto que bancos menores exibem melhor performance quanto à negociabilidade (valor). Para CHRONOPOULOS *et al.* (2013), em abrangente trabalho considerando o período de 1984 a 2010 com mais de 17.000 bancos comerciais, até certo ponto, ou certo volume total de ativos, há ganho de escala e os lucros são maiores quanto maior é a instituição.

Na Europa as pesquisas relativas ao tipo de propriedade e seu impacto na performance dos Bancos tem resultados diferenciados.

Os bancos grandes e privados de 15 países europeus, analisados entre 1999 e 2004 por IANNOTTA *et al.* (2007) foram identificados como mais lucrativos do que os bancos públicos.

GODDARD *et al.* (2004), analisando vários países europeus, encontraram pouca evidência de relação entre tipo de propriedade e lucratividade, e o mesmo ocorreu com ALTUNBAS *et al.* (2001) em análise restrita à Alemanha.

Além disso, na análise feita por DIETRICH e WANZENRIED (2010) em 372 bancos comerciais suíços entre 1999 a 2009, também não foi encontrada evidência consistente dessa relação para períodos de normalidade. Entretanto, durante a crise, de 2007 a 2009, os bancos públicos foram os mais lucrativos, e os bancos estrangeiros os menos lucrativos. Instituições pequenas e grandes apresentaram maiores índices de lucratividade do que bancos de porte médio nos anos pré-crise, até 2006. Entretanto, durante os 3 anos de crise os bancos grandes foram menos lucrativos do que os demais. Uma possível justificativa para isso seriam os elevados níveis de provisão para perdas e menores margens nas operações, provavelmente em função de questão de reputação em momentos de estresse no mercado.

Já MOLYNEAUX e THORNTON (1992) analisaram 18 países europeus de 1986 a 1989 e observaram que bancos públicos apresentam maior rentabilidade do que bancos privados, diferentemente do que foi encontrado em pesquisas anteriores, muito possivelmente por terem considerado uma amostra maior de bancos públicos em sua pesquisa, em comparação com as amostras consideradas nas demais pesquisas.

Outras pesquisas trataram de comparar a lucratividade de bancos de países desenvolvidos com a de bancos de países em desenvolvimento e os resultados são de certa maneira convergentes, no sentido de que em países com características similares aos em desenvolvimento os bancos estrangeiros são mais lucrativos, enquanto que nos países considerados desenvolvidos por vezes não há resultados significativos e por vezes os bancos privados são mais lucrativos.

DEMIRGÜÇ-KUNT e HUIZINGA (1999) identificaram que bancos estrangeiros apresentam maior lucro do que bancos nacionais nos países em desenvolvimento, e o contrário ocorre em países desenvolvidos, o que pode ser o reflexo de que a tecnologia bancária é forte nos países industriais e isso pode gerar vantagem adicional superior ao conhecimento local em captar e emprestar recursos.

Aos mesmos resultados chegaram CLAESSENS *et al.* (2000), analisando 7.900 bancos de 80 países entre 1988 e 1995. Também concluíram que a presença de bancos estrangeiros reduz a lucratividade de bancos nacionais. No geral, os resultados foram consistentes com a hipótese de que, no longo prazo, a entrada de bancos estrangeiros melhora o funcionamento dos bancos nacionais, trazendo maior bem-estar aos consumidores.

MICCO *et al.* (2006) compararam a lucratividade de bancos de países desenvolvidos com a de bancos de países em desenvolvimento no período de 1995 a 2002. Nos países em desenvolvimento os bancos públicos são menos lucrativos e apresentam maiores custos do que os privados, e essa diferença de performance aumenta nos anos em que há eleições, quando há aumento de oferta de crédito por parte de bancos públicos. Isso não significa que os bancos públicos não exerçam papel importante no desenvolvimento, mas atenção deve ser dada para a análise das ineficiências e seu benefício para o desenvolvimento, e também para potencial corrupção. Os bancos estrangeiros são os mais lucrativos.

A rentabilidade de bancos estrangeiros também foi comparada com a de bancos nacionais em 70 países ao redor do mundo, por CHEN e LIAO (2010). Bancos estrangeiros são mais lucrativos quando operam em países em que o setor bancário é menos competitivo e quando a matriz no país sede é altamente lucrativa. Além disso, maiores riscos econômicos, estruturas de mercado menos competitivas e maior requerimento de capital nas matrizes causam redução nos resultados dos bancos estrangeiros. Nos países desenvolvidos não há clara relação entre o tipo de propriedade e a lucratividade das instituições.

A relação entre o tamanho das instituições e a lucratividade também foi abordada (SHEHZAD *et al.*, 2013). Nos países em desenvolvimento não há relação entre o tamanho dos bancos e lucratividade, enquanto que nos bancos de países da OCDE os bancos maiores são mais lucrativos do que bancos menores.

No Paquistão os bancos estrangeiros são mais lucrativos do que os bancos nacionais, privados ou públicos (AZAM, 2012) e na Índia o tamanho dos bancos não impacta as medidas de lucratividade (THOTA, 2013).

Segundo estudo conduzido por Figueira *et al* (2009) em 20 países latino-americanos no ano de 2001 não há forte evidência de que os bancos privados tiveram melhor performance do que os bancos públicos naquele ano. Os bancos estrangeiros não tiveram performance no mesmo nível do que os demais. No geral, as diferenças de performance residem mais nas regulações e ambientes nacionais do que no tipo de propriedade.

No Brasil os bancos estrangeiros indicam ter trazido maior eficiência para o mercado, e situação semelhante à mencionada acima, na pesquisa de DIETRICH e WANZENRIED (2010) na Suíça ocorreu, com bancos públicos desempenhando melhor durante a crise financeira.

FACHADA (2008) identificou que, no Brasil, de 1996 a 2006, a maior presença de bancos estrangeiros acarretou redução de custos por parte dos bancos nacionais, mas não de sua lucratividade. A presença de instituições estrangeiras e sua maior participação no mercado, com aumento de competitividade, acarreta reduções de custo que são fator chave para maior lucratividade dos bancos nacionais. Níveis relativamente menores de lucro por parte dos bancos estrangeiros, dado o nível de risco, fizeram com que muitas instituições estrangeiras se retirassem do país ou buscassem associações como acionistas minoritários com atores locais mais eficientes.

Dentre os 71 bancos brasileiros analisados por VINHADO (2010), os privados e nacionais apresentaram-se como mais rentáveis.

COLEMAN e FELER (2014) analisaram a performance dos bancos brasileiros nos anos de 2008 a 2009, na crise financeira. Ainda que vários países tenham sofrido redução na produção, operações de crédito e níveis de emprego, tal redução foi mais branda no Brasil, e parte da origem desse fato reside na atuação dos bancos públicos. Enquanto os bancos privados tornaram-se mais conservadores e reduziram suas operações, os bancos públicos aumentaram suas concessões de crédito, minimizando parte dos efeitos negativos decorrentes da crise. Entretanto, tal atitude também trouxe consequências negativas, como por exemplo maior incidência de crédito de baixa qualidade e menor nível de lucratividade nos bancos públicos.

Referência com relação aos níveis de alavancagem foi encontrada em NICHOLS e HENDRICKSON (1997), que compararam a lucratividade dos bancos norte-americanos com os bancos canadenses no período entre 1929 e 1989. Em conclusão, o ambiente regulatório menos restritivo do Canadá historicamente resultaram em lucros mais altos. Especificamente, maior alavancagem, melhores ativos de investimento e oportunidades de crédito, além da liberdade para abrir agências ou subsidiárias contribuíram, em conjunto, para um maior lucro médio nas instituições canadenses.

Apesar da pouca menção a respeito da alavancagem nos trabalhos referenciados, pode-se inferir, por meio dos indicadores de capital (capital/ativos totais), algumas observações a respeito da relação do grau de alavancagem (passivo exigível/ativos totais) e a performance dos bancos, haja vista que há certa relação entre tais indicadores. Níveis maiores de capital, podem, tudo mais constante, implicar níveis menores de alavancagem.

No trabalho de CAPRIO *et al.* (2007) não foi encontrada relação significativa entre o nível de capital e o valor dos bancos.

Conforme esperado, relação negativa entre o nível de capital e rentabilidade foi encontrada nos trabalhos de CHRONOPOULOS *et al.* (2013) e THOTA (2013). Entretanto, o oposto foi identificado por BOURKE (1989), DEMIRGÜÇ-KUNT e HUIZINGA (1999) e GODDARD *et al.* (2004). Tais resultados, apesar de contrários à teoria tradicional de risco e retorno, considerando que níveis elevados de capital podem evidenciar cautela excessiva e eventual perda de oportunidades de negócios, podem se justificar pela comparação entre o volume desse capital elevado e o custo de se manter a instituição protegida contra falência. Essa elevada cautela pode também proporcionar acesso mais barato a captações, e também mais qualidade nas carteiras de crédito, proporcionando mais lucros. Em suma, níveis maiores de alavancagem e níveis menores de capital podem apresentar resultados positivos possivelmente até certo ponto.

3 Dados e Metodologia

3.1 Amostra

Este trabalho analisou 40 bancos listados na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) que tiveram capital aberto em algum momento entre os anos de 1995 e 2013. A Tabela 1 mostra a lista dos bancos usados nesse trabalho.

Tabela 1 - Lista de Bancos Analisados no Trabalho

Abc Brasil	Daycoval
Alfa Invest	Economico
Amazonia	Est Piaui
Banco Bec	Indusval
Bandeirantes	ItauUnibanco
Banese	Merc Brasil
Banespa	Merc Invest
Banestado	Merc S Paulo
Banestes	Nacional
Banpara	Nord Brasil
Barrisul	Nossa Caixa
Bemge	Panamericano
Besc	Parana
Bicbanco	Pine
Boavista	Real
Bradesco	Santander BR
Brasil	Santander Noroeste
BRB Banco	Sofisa
Btg Pactual	Sudameris
Cruzeiro Sul	Unibanco

Utilizou-se o banco de dados da Economática para as informações econômico-financeiras dos bancos, entre elas, *price-to-book* (P/B), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), *dividend yield* (DIV), percentual de capital votante do acionista controlador (VOT), razão entre o capital votante e capital total detido pelo acionista controlador (VOT/TOT), alavancagem ($ALAV$) e tamanho (TAM).

Como *proxy* para governança corporativa, utilizou-se uma variável *dummy* para sinalizar se a empresa estava listada no Nível 2 ou Novo Mercado da BM&FBovespa. Em relação à estrutura de controle e propriedade, os bancos foram classificados em 3 grupos de acordo com o tipo de acionista controlador (estatal, estrangeiro ou privado nacional). As informações sobre as práticas de governança corporativa e estrutura de controle e propriedade vieram dos relatórios submetidos pelos bancos à Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

3.2 Metodologia

Para investigar a relação entre valor (*price-to-book*), rentabilidade (ROE) e *dividend yield* (DIV) com a origem do capital e com as práticas de governança dos bancos, dividiu-se a amostra em 3 grupos de acordo com o tipo de acionista controlador (estatal, estrangeiro ou privado nacional) e em 2 grupos de acordo com as práticas de governança (mercado tradicional e Nível2/Novo Mercado). Em seguida, calcularam-se as médias e medianas de cada variável econômico-financeira e foram realizados testes de hipótese para verificar se existe diferença significativa entre médias (teste t) e medianas (teste de Mann-Whitney).

O próximo passo foi estimar um modelo *probit* para verificar quais são os determinantes que levam um banco a se listar no Nível2/Novo Mercado, ou seja, quais variáveis afetam a qualidade das práticas de governança dos bancos no Brasil.

$$NM_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 GOV_{i,t} + \beta_3 EST_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t} + \beta_5 VOT_{i,t} + \beta_6 VOT/TOT_{i,t} + \beta_7 ALAV_{i,t} + \beta_8 TAM_{i,t} + u_{i,t}$$

em que NM é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando o banco é listado no Nível 2 ou Novo Mercado), GOV é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando o banco é estatal, EST é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando o banco é estrangeiro, ROE é o retorno sobre o patrimônio líquido (razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido), DIV é o *dividend yield* (razão entre o dividendo por ação pago no último ano e o preço da ação), VOT é

o percentual de capital votante do acionista controlador, VOT/TOT é a razão entre o capital votante e capital total detido pelo acionista controlador, $ALAV$ é a alavancagem (razão entre o passivo exigível e o ativo total), TAM é o tamanho do banco (logaritmo do ativo total).

Em seguida, estimaram-se regressões em painel do *price-to-book*, ROE e DIV em função das variáveis de origem do capital e práticas de governança dos bancos. Estas regressões foram feitas com efeito comum e com efeito fixo no tempo, para avaliar o efeito entre os bancos da amostra entre os anos de 1995 a 2013. Também foram estimados modelos com efeito aleatório, mas o teste de Hausman indicou que o modelo de efeito fixo é mais eficiente. Os modelos utilizados foram:

$$P/B_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 GOV_{i,t} + \beta_3 EST_{i,t} + \beta_4 NM_{i,t} + \beta_5 VOT_{i,t} + \beta_6 VOT/TOT_{i,t} + \beta_7 ALAV_{i,t} + \beta_8 TAM_{i,t} + U_{i,t}$$

$$ROE_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 GOV_{i,t} + \beta_3 EST_{i,t} + \beta_4 NM_{i,t} + \beta_5 VOT_{i,t} + \beta_6 VOT/TOT_{i,t} + \beta_7 ALAV_{i,t} + \beta_8 TAM_{i,t} + U_{i,t}$$

$$DIV_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 GOV_{i,t} + \beta_3 EST_{i,t} + \beta_4 NM_{i,t} + \beta_5 VOT_{i,t} + \beta_6 VOT/TOT_{i,t} + \beta_7 ALAV_{i,t} + \beta_8 TAM_{i,t} + U_{i,t}$$

em que P/B é o *price-to-book* (valor de mercado dividido pelo valor contábil das ações), ROE é o retorno sobre o patrimônio líquido (razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido), DIV é o *dividend yield* (razão entre o dividendo por ação pago no último ano e o preço da ação), GOV é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando o banco é estatal, EST é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando o banco é estrangeiro, NM é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando o banco é listado no Nível 2 ou Novo Mercado, VOT é o percentual de capital votante do acionista controlador, VOT/TOT é a razão entre o capital votante e capital total detido pelo acionista controlador, $ALAV$ é a alavancagem (razão entre o passivo exigível e o ativo total), TAM é o tamanho do banco (logaritmo do ativo total).

Também foram testadas variáveis *dummy* de tipo de banco (comercial e investimento), mas as mesmas não se mostraram significativas e, por isso, não foram reportadas ao longo da dissertação. Uma possível explicação é que a maioria dos bancos no Brasil tem carteira múltipla, operando com produtos tanto de banco comercial como de investimento.

4 Resultados

4.1 Estatísticas Básicas

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas nos modelos. A média e mediana do *P/B* foram 1,55 e 1,30, respectivamente. É importante observar a dispersão destas variáveis. O maior *P/B* foi 6,00 e o menor -2,50. O mesmo comportamento pode ser observado para o *ROE* (média de 14,25% e mediana de 16,90%) e *dividend yield* (5,60% de média e 4,36% de mediana). Conforme esperado, a alavancagem dos bancos é alta (média e mediana de 88% e 90%, respectivamente).

Em relação à origem do capital acionário, a maioria dos bancos tem capital privado nacional (60%), seguido de bancos estatais (31%) e estrangeiros (9%). A governança dos bancos pode ser melhorada, sendo que apenas 16% dos bancos estavam listados no Nível 2 ou Novo Mercado. Em média 68% das ações com direito a voto eram detidas pelo maior acionista, que possui mais capital votante do que total (média de 1,48 votos por ação detida).

Tabela 2 - Estatística Descritiva

Estatística descritiva de todas as variáveis utilizadas neste estudo. As variáveis compreendem dados de 40 bancos brasileiros de capital aberto, entre os anos de 1995 e 2013. A definição de cada variável encontra-se na seção 3.2.

	Média	Mediana	Desv. Pad.	Min	Max
<i>P/B</i>	1,55	1,30	1,06	-2,50	6,00
<i>ROE</i>	14,25	16,90	25,46	-217,10	83,50
<i>DIV</i>	5,60	4,36	6,01	0,00	59,07
VOT	68,62	70,00	22,09	21,00	100,00
VOT/TOT	1,48	1,52	0,38	0,68	2,00
ALAV	88,29	90,18	6,69	56,97	102,41
TAM	10,59	10,37	1,83	4,63	13,97
NM	0,16	0,00	0,37	0,00	1,00
GOV	0,31	0,00	0,46	0,00	1,00
EST	0,09	0,00	0,29	0,00	1,00

A Tabela 3 apresenta a matriz de correlação ente as variáveis desse estudo. As correlações entre *P/B* com GOV e EST são negativas (-0,17 e -0,13, respectivamente), indicando que o valor é menor para bancos estatais e estrangeiros, ou seja, bancos de capital privado nacional parecem ter maior valor. Por sua vez, existe uma correlação positiva entre *P/B* e NM (0,15), mostrando evidência que bancos com melhor governança possuem maior valor.

Os resultados das correlações do *ROE* são semelhantes aos do *P/B*. As correlações do *ROE* com GOV e EST são negativas (-0,07 e -0,01, respectivamente), indicando que a rentabilidade é menor para bancos estatais e estrangeiros. Existe uma correlação positiva entre *ROE* e NM (0,02), indicando que bancos com melhor governança possuem maior rentabilidade.

Os resultados para *dividend yield* indicam correlação nula com NM, positiva para bancos estatais (0,05) e negativa para bancos estrangeiros (-0,08). Pode-se concluir que bancos estatais tendem a pagar maiores dividendos, seguido por bancos privados nacionais, e bancos estrangeiros.

Tabela 3 - Matriz de Correlação

Matriz de correlação entre todos os pares de variáveis utilizadas neste estudo. A definição das variáveis encontra-se na seção 3.2.

	<i>P/B</i>	<i>ROE</i>	<i>DIV</i>	<i>VOT</i>	<i>VOT/TOT</i>	<i>ALAV</i>	<i>TAM</i>	<i>NM</i>	<i>GOV</i>	<i>EST</i>
<i>P/B</i>	1.00									
<i>ROE</i>	0.30	1.00								
<i>DIV</i>	-0.10	0.06	1.00							
<i>VOT</i>	0.10	-0.02	-0.04	1.00						
<i>VOT/TOT</i>	0.32	0.21	0.04	-0.28	1.00					
<i>ALAV</i>	0.20	0.00	-0.13	-0.08	0.05	1.00				
<i>TAM</i>	0.37	0.17	-0.13	-0.31	0.23	0.53	1.00			
<i>NM</i>	0.15	0.02	0.00	-0.03	-0.35	-0.08	0.14	1.00		
<i>GOV</i>	-0.17	-0.07	0.05	0.30	-0.50	0.25	0.16	0.04	1.00	
<i>EST</i>	-0.13	-0.01	-0.08	0.04	-0.14	-0.17	-0.03	0.52	-0.21	1.00

A Tabela 4 compara a média e mediana das variáveis dos bancos classificados pela origem do capital do acionista controlador e práticas de governança. A amostra foi dividida em 3 grupos de acordo com o tipo de acionista controlador (estatal, estrangeiro ou privado nacional) e em 2 grupos de acordo com as práticas de governança (mercado tradicional e Nível2/Novo Mercado). Em seguida, foram calculadas as médias e medianas de cada variável econômico-financeira e realizados testes de hipótese para verificar se existe diferença significativa entre médias (teste t) e medianas (teste de Mann-Whitney).

Tabela 4 - Características dos Bancos Classificados pela Origem do Capital e Governança Corporativa

A amostra foi dividida em 3 grupos de acordo com o tipo de acionista controlador (estatal, estrangeiro ou privado nacional) e em 2 grupos de acordo com as práticas de governança (mercado tradicional e Nível2/Novo Mercado). Em seguida, foram calculadas as médias e medianas de cada variável econômico-financeira e realizados testes de hipótese para verificar se existe diferença significativa entre médias (teste t) e medianas (teste de Mann-Whitney). A tabela apresenta as médias (medianas entre parênteses), bem como o p-valor do teste t para diferenças de médias e Mann Whitney para diferenças de medianas. A definição das variáveis encontra-se na seção 3.2.

	NAC	GOV	EST	Valor-p	TRAD	NM	Valor-p
<i>P/B</i>	1,44 (1,15)	1,49 (1,00)	1,16 (1,10)	0,40 (0,80)	1,50 (1,20)	1,19 (1,10)	0,24 (0,56)
<i>ROE</i>	11,36 (14,00)	12,96 (15,80)	17,57 (15,40)	0,31 (0,44)	13,71 (14,80)	14,17 (13,80)	0,63 (0,50)
<i>DIV</i>	5,83 (3,04)	7,37 (4,36)	7,22 (4,49)	0,28 (0,84)	6,47 (4,38)	5,70 (4,41)	0,66 (0,36)
<i>VOT</i>	62,44 (56,70)	87,32 (93,60)	73,69 (85,60)	0,00 (0,00)	75,69 (91,90)	67,20 (70,90)	0,09 (0,00)
<i>VOT/TOT</i>	1,51 (1,52)	1,12 (1,00)	1,24 (1,01)	0,00 (0,00)	1,31 (1,04)	1,18 (1,00)	0,06 (0,06)
<i>ALAV</i>	84,65 (89,34)	90,74 (91,30)	87,69 (88,34)	0,00 (0,04)	87,46 (89,99)	85,86 (84,50)	0,62 (0,01)
<i>TAM</i>	9,20 (8,96)	8,78 (8,61)	9,99 (9,57)	0,00 (0,00)	8,86 (8,85)	10,73 (9,45)	0,00 (0,00)
<i>NM</i>	0,02 (0,00)	0,04 (0,00)	0,14 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	1,00 (1,00)	0,00 (0,00)

Não existe diferença significativa entre a média e mediana do *P/B* de bancos privados nacionais, estatais e estrangeiros (média de 1,44, 1,49 e 1,16, respectivamente). Em relação à governança, não existe diferença significativa entre a média e mediana do *P/B* de bancos no mercado tradicional e no Novo Mercado (médias de 1,50 e 1,19, respectivamente).

Os resultados para *ROE* e *DIV* são semelhantes aos do *P/B*, ou seja, não existe diferença significativa entre rentabilidade e *dividend yield* de bancos

privados nacionais, estatais e estrangeiros e entre bancos no mercado tradicional e no Novo Mercado.

Em termos das demais variáveis econômico-financeiras, bancos estatais possuem maior concentração acionária (média de 87% dos votos com o acionista controlador), menor separação entre capital votante e capital total (média de 1,12), maior alavancagem (média de 90%) e tendem a ser menores. Todas as diferenças são estatisticamente significativas a 1%.

Os bancos listados no Nível 2 e Novo Mercado tendem a possuir menor concentração acionária (média de 67% dos votos com o acionista controlador), menor separação entre capital votante e capital total (média de 1,18), maior alavancagem (média de 90%) e tendem a ser maiores.

4.2

Listagem no Novo Mercado e características dos bancos

A Tabela 5 mostra os resultados do modelo *probit* para verificar quais são os determinantes que levam um banco a se listar no Nível2/Novo Mercado, ou seja, quais variáveis afetam a qualidade das práticas de governança dos bancos no Brasil.

Os resultados indicam que bancos estrangeiros tendem a se listar mais no Nível2/Novo Mercado, sendo que a relação é estatisticamente significativa a 1%. O coeficiente para banco estatal é negativo, mas é não significativo a 5%. Além disso, bancos maiores, menos alavancados e com menor separação entre voto e capital total tem relação positiva e significativa com a probabilidade de listagem no Novo Mercado.

Tabela 5 - Modelo *Probit* para Listagem no Novo Mercado

Modelo *probit* para verificar os determinantes que levam um banco a se listar no Nível2/Novo Mercado. A variável dependente é a variável *dummy* NM, que assume o valor 1 quando o banco é listado no Nível2/Novo Mercado. Os p-valores encontram-se entre parênteses, abaixo dos respectivos coeficientes das variáveis independentes. A definição das variáveis encontra-se na seção 3.2. *, **, *** indicam nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Variáveis	I	II
GOV		-0,52 (0,16)
EST		0,86*** (0,01)
ROE	0,00 (0,52)	0,00 (0,41)
VOT	-0,01 (0,27)	-0,01 (0,34)
VOT/TOT	-1,02*** (0,00)	-1,31*** (0,00)
ALAV	-0,03*** (0,01)	-0,02** (0,03)
TAM	0,30*** (0,00)	0,31*** (0,00)
McFadden R ²	0,18	0,27
Obs	381	381

4.3

Relação entre *Price-to-Book* e Características dos Bancos

A Tabela 6 mostra os resultados das regressões em painel com o *price-to-book* como variável dependente. Os coeficientes para bancos estatais e estrangeiros são negativos e estatisticamente significativos nos painéis com efeitos comum e fixo. Portanto, podemos afirmar que existe diferença significativa entre o valor dos bancos estatais, estrangeiros e privados nacionais, sendo que os bancos privados nacionais valem mais do que os bancos estatais e estrangeiros.

O coeficiente de NM não é significativo, ou seja, não existe relação entre valor dos bancos e qualidade das práticas de governança. Em relação às demais variáveis, bancos maiores, mais alavancados e com maior concentração acionária possuem maior o *price-to-book*.

De certa maneira, os resultados obtidos para a relação entre o valor dos bancos e a qualidade de governança não confirmam os resultados obtidos nas pesquisas de CAPRIO *et al.* (2007), ANDRES e VALLELADO (2008) e LAEVEN e LEVINE (2009), nos quais tal relação é positiva. Também não confirmam os resultados de PENI e VÄHÄMAA (2011), que também encontraram relação positiva entre governança e valor dos bancos, embora tal relação tenha sido negativa em momentos de crise.

Uma possível justificativa seria o fato de que nas diferentes pesquisas não são utilizados especificamente os mesmos indicadores de governança para a avaliação de sua qualidade, além das já mencionadas diferenças entre os próprios países em que as pesquisas são realizadas, períodos de tempo e metodologias.

No tocante à relação do tamanho dos bancos com seu respectivo valor os resultados são contraditórios ao que encontraram SEIFORD e ZHU (1999). Neste caso, é importante lembrar que a mencionada pesquisa teve como objeto os bancos dos Estados Unidos, cuja indústria bancária é fortemente pulverizada e pesquisas comprovam maior eficiência por parte dos bancos pequenos, uma possível razão para apresentarem maior valor (BERGER e MESTER, 1997; AKHIGBE e McNULTY, 2003).

Em se tratando da relação entre o nível de alavancagem e o valor dos bancos os resultados confirmam o que encontraram PENI e VÄHÄMAA (2011). Maior alavancagem acarreta maior valor.

Tabela 6 - Relação entre *Price-to-Book* e Características dos Bancos

Modelos de painel com efeito comum e fixo em que a variável dependente é o *price-to-book*. Os p-valores encontram-se entre parênteses, abaixo dos respectivos coeficientes das variáveis independentes. A definição das variáveis encontra-se na seção 3.2. *, **, *** indicam nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

	Efeito Comum	Efeitos Fixos
GOV	-0,35** (0,03)	-0,28** (0,05)
EST	-0,48*** (0,00)	-0,38** (0,00)
NM	-0,23 (0,11)	-0,17 (0,20)
VOT	0,02*** (0,00)	0,01** (0,00)
VOT/TOT	-0,02 (0,86)	0,10 (0,44)
ALAV	0,01** (0,04)	0,02*** (0,00)
TAM	0,15*** (0,00)	0,12*** (0,01)
R ² adj	0,14	0,27
Obs	315	315

4.4

Relação entre *ROE* e Características dos Bancos

A Tabela 7 mostra os resultados das regressões em painel com o *ROE* como variável dependente. Os coeficientes para bancos estatais não são significativos. O coeficiente para bancos estrangeiros não foi significativo no painel com efeito comum, mas foi significativo a 10% no modelo de efeito fixo. Esses resultados indicam que a um nível de significância de 10% a rentabilidade dos bancos estrangeiros é maior do que a dos bancos privados nacionais e estatais.

Tais resultados confirmam as pesquisas realizadas no exterior, ou em relação a países em desenvolvimento, assim como o Brasil, onde os bancos

estrangeiros geralmente apresentam maior rentabilidade (DEMIRGÜÇ-KUNT e HUIZINGA, 1999; CLAESSENS *et al.*, 2000; MICCO *et al.* 2006). Tais resultados não confirmam os resultados de FACHADA (2008) e VINHADO (2010) em estudo dos bancos no Brasil, que encontraram maior lucratividade entre os bancos privados nacionais, embora tais pesquisas tenham analisado universo maior de instituições, e não somente aquelas listadas em bolsa.

O coeficiente de NM é positivo e significativo a 1% ou 5% (dependendo do modelo), mostrando evidência de relação entre a rentabilidade dos bancos e qualidade das práticas de governança. Em relação às demais variáveis, bancos maiores e menos alavancados possuem maior rentabilidade.

A relação entre a rentabilidade dos bancos e as práticas de governança advindas das regressões confirma as pesquisas de CORNETT *et. al* (2009) e WESTMAN (2011), embora IANNOTTA *et al.* (2007) não tenham encontrado evidências de tal relação.

A relação do tamanho da instituição e a rentabilidade apresenta resultados variados na literatura. Embora SHEHZAD *et al.* (2013) e THOTA, (2013) não tenham encontrado evidência dessa relação, nos Estados Unidos, por exemplo, pesquisas apontam os bancos pequenos como mais eficientes em termos de resultados ((BERGER e MESTER, 1997; AKHIGBE e McNULTY, 2003), e também há pesquisas que apresentam os bancos maiores como mais rentáveis (SEIFORD e ZHU, 1999; CHRONOPOULOS *et al.*, 2013).

O resultado da relação entre nível de alavancagem e rentabilidade confirma algumas pesquisas apresentadas (BOURKE, 1989; DEMIRGÜÇ-KUNT e HUIZINGA, 1999; e GODDARD *et al.*, 2004), embora seja ao mesmo tempo contraditório à teoria de risco e retorno. Possivelmente a alavancagem pode ser positiva, em termos de rentabilidade, somente até certo ponto.

Tabela 7 - Relação entre *Return on Equity* e Características dos Bancos

Modelos de painel com efeito comum e fixo em que a variável dependente é o *return on equity* (*ROE*). Os p-valores encontram-se entre parênteses, abaixo dos respectivos coeficientes das variáveis independentes. A definição das variáveis encontra-se na seção 3.2. *, **, *** indicam nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

	Efeito Comum	Efeitos Fixos
GOV	3,46 (0,54)	6,28 (0,32)
EST	9,23 (0,12)	15,65* (0,07)
NM	19,53** (0,02)	26,50*** (0,01)
VOT	-0,01 (0,84)	-0,07 (0,35)
VOT/TOT	-3,14 (0,63)	0,15 (0,99)
ALAV	-2,60** (0,03)	-2,49** (0,03)
TAM	11,64*** (0,01)	10,25*** (0,01)
R ² adj	0,18	0,17
Obs	381	381

4.5 Relação entre *Dividend Yield* e Características dos Bancos

A Tabela 8 mostra os resultados das regressões em painel com o *dividend yield* como variável dependente. Os coeficientes para bancos estatais não são significativos. O coeficiente para bancos estrangeiros não foi significativo no painel com efeito fixo, mas foi significativo a 10% no modelo de efeito comum. Esses resultados indicam que a um nível de significância de 10%, o *dividend yield* dos bancos estrangeiros é maior do que a dos bancos privados nacionais e estatais.

O coeficiente de NM também não é significativo, indicando que não existe relação significativa entre o *dividend yield* e qualidade das práticas de governança. Em relação às demais variáveis, bancos menores pagam mais dividendos.

Tais resultados não confirmam os achados de LA PORTA *et al.* (1999) e TERRA e ZAGONEL (2013), nos quais as empresas com melhores práticas de governança tendem a distribuir mais dividendos. LEAL e CARVALHAL DA SILVA (2005) não encontraram relação significativa entre práticas de governança e o pagamento de dividendos.

Bancos menores podem pagar mais dividendos por apresentar maior eficiência de resultados, ou também por manter estratégia de melhor relacionamento com acionistas e clientes de forma geral.

Tabela 8 - Relação entre *Dividend Yield* e Características dos Bancos

Modelos de painel com efeito comum e fixo em que a variável dependente é o *dividend yield*. Os p-valores encontram-se entre parênteses, abaixo dos respectivos coeficientes das variáveis independentes. A definição das variáveis encontra-se na seção 3.2. *, **, *** indicam nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

	Efeito Comum	Efeitos Fixos
GOV	2,45 (0,16)	2,07 (0,21)
EST	2,88* (0,09)	2,11 (0,22)
NM	-0,86 (0,47)	-0,39 (0,74)
VOT	-0,02 (0,30)	-0,03 (0,23)
VOT/TOT	0,84 (0,59)	0,00 (0,99)
ALAV	-0,01 (0,76)	-0,03 (0,40)
TAM	-0,65** (0,02)	-0,56* (0,10)
R ² adj	0,01	0,03
Obs	317	317

5 Conclusões

Neste trabalho foram analisadas, por meio de regressões em painel, as relações entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o tipo de controle e propriedade dos bancos com seus indicadores de valor, rentabilidade e pagamento de dividendos. Também foi estimado modelo *probit* para se verificar que variáveis influenciariam os bancos a se listar no Nível2/Novo Mercado.

O modelo *probit* indica que bancos estrangeiros tendem a se listar mais no Nível2/Novo Mercado. Além disso, bancos maiores, menos alavancados e com menor separação entre voto e capital total tem relação positiva e significativa com a probabilidade de listagem no Novo Mercado.

Os resultados indicam que, para a amostra de bancos analisados nesse trabalho, existe diferença significativa entre o valor, rentabilidade e *dividend yield* dos bancos estatais, estrangeiros e privados nacionais. Os bancos privados nacionais possuem maior valor (*price-to-book*) do que bancos estatais e estrangeiros. Além disso, existe evidência estatística, ainda que fraca, que a rentabilidade e o *dividend yield* dos bancos estrangeiros são maiores do que dos bancos estatais e privados nacionais. Tais conclusões confirmam resultados apresentados em pesquisas realizadas com relação a países em desenvolvimento, embora não haja confirmação de melhores resultados por parte de bancos privados nacionais, conforme apontado por FACHADA (2008) e VINHADO (2010). Uma das principais razões para isso talvez resida na diferença de amostras, haja vista que no presente trabalho somente foram analisados os bancos listados em bolsa.

Por outro lado, os bancos com melhores práticas de governança possuem maior rentabilidade, ainda que os resultados para valor e *dividend yield* não sejam significativos. Tal resultado confirma os achados de uma série de pesquisas, ratificando o impacto positivo das práticas de governança.

Por fim, apresentam-se os resultados da regressão em painel com relação às demais variáveis analisadas. Alguns deles, como a relação do tamanho e o nível de alavancagem com o valor e a rentabilidade dos bancos apresentam resultados variados nas pesquisas apresentadas, representando temas que

merecem maior estudo para sua compreensão, respeitadas as devidas diferenças entre as características dos mercados dos diferentes países ou regiões, períodos de pesquisa e também as metodologias utilizadas.

Bancos maiores, mais alavancados e com maior concentração acionária possuem maior valor. Por sua vez, bancos maiores e menos alavancados possuem maior rentabilidade, enquanto que bancos menores pagam mais dividendos.

6

Referências bibliográficas

AKHIGBE, A.; McNULTY, J. E. **The Profit Efficiency of Small US Commercial Banks**. Journal of Banking & Finance, 27, 327–325. 2003.

ALTUNBAS, Y.; EVANS, L.; MOLYNEAUX, P. **Bank Ownership and Efficiency**. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 33, N° 4, 926-954. 2001.

ANDRES, P.; VALLELADO, E. **Corporate Governance in Banking: The Role of the Board of Directors**. Journal of Banking & Finance, 32, 2570-2580. 2008.

AZAM, M.; SIDDIQUI, S. **Domestic and Foreign Banks' Profitability: Differences and Their Determinants**. International Journal of Economic and Financial Issues, Vol2, N° 1, 33-40. 2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Estabilidade Financeira**. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?RELESTAB201510>. Outubro de 2015.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. **Principles for Enhancing Corporate Governance**. Bank for International Settlements, Basel. 2010.

BERGER, A. N.; MESTER L. J. **Inside The Black Box: What Explain Differences in the Efficiencies of Financial Institutions?** Journal of Banking & Finance, 21, 895-947. 1997.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. **Bank Holding Company Supervision Manual, Supplement 38**. Board of Governors of the Federal Reserve System. 2010.

BOURKE, P. **Concentration and Other Determinants of Bank Profitability in Europe, North America and Australia**. Journal of Banking & Finance, 13, 1, 65-79. 1989.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. **The Relation between Corporate Governance and Market Value: Mitigating Endogeneity Problems**. Brazilian Business Review (English Edition), Vol. 11, Issue 1, p 90. 2014.

CAPRIO, G.; LAEVEN, L.; LEVINE, R. **Governance and Bank Valuation**. Journal of Financial Intermediation, 16, 584-617. 2007.

CLAESSENS, S.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; HUIZINGA, H. **How Does Foreign Entry Affect Domestic Banking Markets?** Journal of Banking & Finance, 25, 891-911. 2000.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. **Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings**. The Journal of Finance, Vol. LVII, N° 6. 2002.

COLEMAN, N.; FELER, L. **Bank Ownership, Lending, and Local Economic Performance during the 2008-2009 Financial Crisis.** *Journal of Monetary Economics*, 71, 50-66. 2014.

CORNETT, M.; McNUTT, J.; TEHRANIAN, H. **Corporate Governance and Earnings Management at Large U.S. Bank Holding Companies.** *Journal of Corporate Finance*, 15, 412-430. 2009.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; HUIZINGA, H. **Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence.** *The World Bank Economic Review*, Vol. 13, Nº 2, 379-408. 2009.

DeYOUNG, R.; NOLLE, D. E. **Foreign-Owned Banks in The U. S.: Earning Market Share or Buying it?** Office of the Comptroller of the Currency, Working Paper 95-2. 1995.

DIETRICH, A.; WANZENRIED, G. **Determinants of Bank Profitability before and During the Crisis: Evidence from Switzerland.** *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21, 307-327. 2010.

FACHADA, P. **Foreign Banks's Entry and Departure: The Recent Brazilian Experience (1996-2006).** Working Paper Series of Banco Central do Brasil, 164.

FIGUEIRA, C.; NELLIS, J.; PARKER, D. **The Effects of Ownership on Bank Efficiency in Latin America.** *Applied Econometrics*, 41, 2353-2368. 2009.

GODDARD, J.; MOLYNEAUX, P.; WILSON, J. O. S. **The Profitability of European Banks: A Cross-sectional and Dynamic Panel Analysis.** *The Manchester School*, Vol. 72, Nº 3, 363-381. 2004.

HU, A.; KUMAR, P. **Managerial Entrenchment and Payout Policy.** *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, Nº 4. 2004.

IANNOTTA, G.; NOCERA, G.; SIRONI, A. **Ownership Structure, Risk and Performance in the European Banking Industry.** *Journal of Banking & Finance*, 31, 7, 2127-2149. 2007.

JIRAPORN, P.; CHINTRAKARN, P. **Staggered Boards, Managerial Entrenchment, and Dividend Policy.** *Journal of Financial Services Research*, 36, 1-19. 2009.

LA PORTA, R.; LOPEZ-de-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. **Agency Problems and Dividend Policies around the World.** *Journal of Finance*, v. 55, p. 1-33. 2000.

LAEVEN, L. **Corporate Governance: What's Special about Banks?** *Annual Review of Financial Economics*, 5, 63-92. 2013.

LAEVEN, L.; LEVINE, R. **Bank Governance, Regulation and Risk Taking.** *Journal of Financial Economics*, 93, 259-275. 2009.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. **Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile).** 2005.

LEVINE, R. **The Corporate Governance of Banks: A Concise Discussion of Concepts and Evidence**. World Bank Policy Working Paper, 3404. 2004.

MICCO, A.; PANIZZA, U.; YAÑEZ, M. **Bank Ownership and Performance. Does Politics Matter?** Journal of Banking & Finance, 31, 219-241. 2007.

NICHOLS, M. W.; HENDRICKSON, J. M. **Profit Differentials between Canadian and U. S. Commercial Banks: The Role of Regulation**. The Journal of Economic History, Vol. 57, Nº 3, 674-696. 1997.

MOLYNEAUX, P.; THORNTON, J. **Determinants of European Bank Profitability – A Note**. Journal of Banking & Finance, 16, 6, 1173-1178. 1992.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles**. OECD, Paris. 2010.

PENI, E.; VÄHÄMAA, S. **Did Good Corporate Governance Improve Bank Performance During the Financial Crisis?** Journal of Financial Services Research, 41, 19-35. 2012.

SEIFORD, L. M.; ZHU, J. **Profitability and Marketability of the Top 55 US Commercial Banks**. Management Science, 45 (9), 1270-1288. 1999.

SHEHZAD, C. T.; HAAN, J.; SCHOLTENS, B. **The Relationship between Size, Growth and Profitability of Commercial Banks**. Applied Economics, 45, 1751-1765. 2013.

TECLES, P. L.; TABAK, B. M. **Determinants of Bank Efficiency: The Case of Brazil**. European Journal of Operational Research, 207, 1587-1598. 2010.

TERRA, P. R. S.; ZAGONEL, T. **Política de Dividendos, Tributação e Governança Corporativa no Brasil**. XXXVVII Encontro da ENANPAD, 2013.

THOTA, N. **The Determinants of Commercial Banks Profitability in India**. 2013.

VINHADO, F. S. **Determinantes da Rentabilidade das Instituições Financeiras no Brasil: Uma Aplicação em Painel Dinâmico**. Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação *Strictu Sensu* em Economia de Empresas da Universidade Católica de Brasília. 2010.

WESTMAN, H. **The Impact of Management and Board Ownership on Profitability in Banks with Different Strategies**. Journal of Banking & Finance, 35, 3300-3318. 2011.