

**UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA  
FACULDADE DE CIÊNCIAS E LETRAS - CAMPUS ARARAQUARA  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**



**MONOGRAFIA**

**Uma análise empírica do setor bancário,  
Níveis 1 e Novo Mercado das Práticas de Governança Corporativa, baseada  
nas expectativas dos agentes.**

**Graduando: Marcelo Pimentel Silva  
Orientador: Prof. Dr. Elton Eustáquio Casagrande  
Departamento de Economia – UNESP**

**Banca Examinadora: Prof. Dr. André Luiz Correa  
Departamento de Economia – UNESP**

## ARARAQUARA 2011

***“A system of corporate governance consists of those formal and informal institutions, laws, values, and rules that generate the menu of legal and organizational forms available in a country and which in turn determinate the distribution of power – how ownership is assigned managerial, decisions are made and monitored information is audited and released and profits and benefits allocated and distributed.”***

***Cornelius e Kogut (2003).***

## **AGRADECIMENTOS**

Difícil falar. Difícil escrever em um momento como esse. Momento de conquistas onde refletimos sobre tudo o que passamos para chegar até o momento da vitória. Tentarei agradecer de forma geral para não ser injusto com alguns.

Primeiramente, gostaria de agradecer a Deus, por ter me dado tanta saúde e sabedoria, fatores esses fundamentais para mim. Posteriormente, a minha família. Ao meu pai, por sempre me mostrar o quão o mercado de trabalho é duro e ensinar-me que sempre devemos dar a volta por cima. Além disso, sem o seu financiamento durante minha graduação, tudo seria mais difícil. À minha mãe, pelo carinho nos momentos difíceis e por sempre, mas sempre mesmo, acreditar no meu potencial: foi a minha base. E, claro, a minha irmãzinha Patrícia, que além de um grande espelho para mim, sempre me deu forças para nunca desistir: muito obrigado e nunca esquecerei nada que você me ajudou.

Agradeço também aos meus amigos. Amigos esses que considero como uma família. Ana Paula Magalhães, Glauber Maldonado, Maristela Aragão, Élber Medina e Rodrigo Duarte que tanto me apoiaram na minha entrada à UNESP. Aos meus amigos dentro da universidade, todos da minha sala e das outras que

conheci com o passar dos anos. Aos colegas de república que torceram pelas minhas conquistas, com destaque para o Pedro Ceneme e para a Xu. A Ina Piccoli da minha sala pela paciência e por acolher-me depois de meu intercâmbio internacional: tampouco esquecerei. No entanto, a minha melhor amiga da vida e que sempre sonhamos e fazemos planos juntos merece um destaque: Vanessa de Castro! Muito obrigado por tudo. Você é uma irmã. Sempre tão amiga em quaisquer momentos. Ajudou-me em todos os sentidos.

Por fim, aos professores de todo o departamento de Economia da UNESP que tanto me ajudaram e me ensinaram nessa graduação. Todos sempre muito dispostos a ajudar e debater sobre essa ciência maravilhosa, que é a economia. Destaco o Elton, meu orientador e o André da minha banca, pela atenção ainda mais especial de ambos. Não esqueço também dos professores do COTUCA – Colégio Técnico da UNICAMP – que tanto me ajudaram na árdua batalha do vestibular, com destaque para a professora Gláucia Lopes, docente de física, que até aulas particulares me dava nos horários livres, ajudando-me muito. Por fim, aos professores da *Universidad de Santiago de Compostela*, Espanha, onde realizei dois semestres da minha graduação e tive professores sempre muito receptivos, que me auxiliaram muito, com destaque para o professor Manuel Fernandez Grela, no qual somos amigos até hoje.

## RESUMO

O presente trabalho apresenta em sua essência conceitos relacionados as práticas de Governança Corporativa no mundo e, principalmente, no Brasil. Tais práticas são leis que ajudam na Bolsa de Valores, trazendo mais transparência e confiança para os agentes e está desenvolvido no segundo capítulo.

Tais práticas, então, afetarão diretamente as expectativas dos agentes a investirem seus capitais de forma mais segura. Para tanto, é necessário ter uma ideia geral de como são afetadas tais expectativas e é onde está desenvolvido o primeiro capítulo.

Para concluir, é feita uma análise empírica, baseada em séries temporais, de econometria para auxiliar se o que a teoria nos diz é comprovada na prática e são usadas como base os Bancos Nossa Caixa e Banco Bradesco.

**PALAVRAS-CHAVE:** Governança Corporativa; Bolsa de Valores; transparência; expectativas; séries temporais; análise empírica.

## **Sumário**

1.Introdução .....	7
2. Macroeconomia e a importância das expectativas dos agentes .....	10
3. Introdução às Práticas de Governança Corporativa .....	17
4. Contexto Histórico da Governança Corporativa .....	20
5.Governança Corporativa .....	23
5.1. A concentração da propriedade.....	25
5,2. Principais Modelos de Governança e Prioridades Internacionais.	26
5.2.1. Prioridade Internacional .....	28
6. Governança Corporativa no Brasil .....	29
7. A importância do Mercado de ações .....	31
8. Metodologia .....	32
8.1. Banco Nossa Caixa .....	34
8.2. Banco Bradesco .....	37

8.3. Preços do Bradesco x Preços do Nossa Caixa .....	44
9. Testando a Autocorrelação .....	50
9.1. Análise Gráfica entre lucros e preços do Bradesco .....	51
9.2. Análise Gráfica entre preços Nossa Caixa x Bradesco .....	52
9.3. Análise Gráfica entre preços Bradesco x Nossa Caixa .....	54
10. Usando Variáveis Binárias (“Dummy”) .....	55
11. Curiosidades: Problemas da Regressão Espúria .....	56
12. Conclusões .....	57
13. Fontes Consultadas .....	59
14. Anexos .....	62

## 1. Introdução

Começo o trabalho dando uma revisão de macroeconomia de curto prazo, principalmente. Início falando das políticas do IS-LM, onde a relação IS se refere aos mercados de bens a relação LM se refere aos mercados financeiros. E, dessa forma, analiso suas equações e como seriam de forma simultânea e como se deslocam. Posteriormente, é analisado o médio prazo, de acordo com Blanchard, mercado de trabalho, onde há a introdução de preços e salários e as características específicas de cada mercado (trabalho, de bens, monetário). Dessa análise, podemos chegar até as curvas de OA – Oferta Agregada – e DA – Demanda Agregada – que nos diz que embora o produto e a taxa de desemprego se desviem no curto prazo, podendo ser mudadas com mudanças no curto prazo, ele tende a voltar no médio prazo ao que chamamos a taxa natural de

desemprego.

No entanto, o fator principal dessa primeira base da monografia está baseado nas expectativas e por isso percorri esse caminho, isto é, até o médio prazo para saber como podemos mudar a situação de uma economia num curto e médio prazo. Assim, é sabido que mesmo com todas essas políticas, as expectativas dos agentes podem mudar totalmente os resultados esperados pelos formuladores de política econômica e discutirei a respeito disso.

Assim, as práticas de governança corporativa são um dos grandes sinais de tentativas de transparência para que os agentes tenham boas expectativas, ajudando o país no seu próprio crescimento econômico. Além disso, essas compras de ações dos agentes são de fundamental importância para as empresas, já que este meio é um dos principais para o crescimento e desenvolvimento delas e da economia brasileira no geral.

Veremos também que tais práticas não servem para eliminar as expectativas ruins quanto ao cenário externo por parte dos agentes. Servem para que os agentes se sintam como na crise de 1929 ou como na crise de 2008 nos países estrangeiros e farei uma breve comparação entre as duas, além de importantes pensadores da economia, seja de Keynes, seja de Adam Smith.

Para tentar deixar um trabalho bem plural, que tenha visão tanto do *mainstream* quanto da heterodoxa, trarei ideias, definições e pensamentos para diversos autores sobre a governança e temos um grande acordo, um consenso, que as práticas de governança no mundo todo são muito bem vistas, tanto que grupos específicos tentam destrinchar tal tema cada vez mais.

No Brasil, as práticas vêm sendo melhoradas desde que foram



implementadas e o maior destaque está no ano de 2002, quando na Bolsa de Valores de São Paulo, a BOVESPA, foram implementadas distintos níveis de governança, com o intuito de mostrar aos investidores que quanto maior o nível, maior a transparência e, portanto, mais confiável investir. Então, temos do nível 1 (que é o menos transparente), nível 2 (entre o menos e o mais) e o Nível Novo Mercado (que é o mais transparente).

Portanto, com o intuito de tentar comprovar empiricamente a teoria, farei uma comparação entre dois bancos, que estão no nível 1 e Nível Novo Mercado, o Banco Bradesco e o Banco Nossa Caixa, respectivamente, a fim de verificar se, de fato, o Banco Nossa Caixa tem resultados melhores que o Banco Bradesco quanto a recebimento de investimentos e lucros. Obviamente, é necessário observar questões econômicas relevantes, como se há algo de microeconomia para alinharmos com as práticas da governança, até chegar à conclusão final. Para isso, utilizo como método empírico testes econométricos, de séries temporais, ou seja, ao longo do tempo para avaliar como eles estão mudando ao longo do tempo.

## 2. Macroeconomia e a importância das expectativas dos agentes

Quando pensamos em economia, é normal ouvirmos qualquer economista tentando distinguir a macroeconomia da microeconomia. Esta se refere principalmente à maximização dos lucros e minimização dos custos por parte das empresas, além da maximização da utilidade dos agentes, sujeitos a alguma restrição. Àquela, entretanto, refere-se ao combate à inflação e ao desemprego de toda a economia, num prisma mais geral. Assim, a microeconomia está mais no âmbito de empresas e consumidores, onde, por exemplo, as medidas por parte das empresassão refletidas diretamente ao consumidor, como o aumento do preço de uma mercadoria, *ceteris paribus*, diminuindo o poder de compra destes. No

entanto, as políticas macroeconômicas são de fundamental magnitude, porque elas influenciam todos os setores econômicos de um país ou região.

Se pensássemos no curto prazo, poderíamos descrever o tão famoso modelo “IS-LM”, em que a relação IS se deriva do mercado de bens e a relação LM se deriva dos mercados financeiros basicamente. Em outras palavras, descreve as implicações do equilíbrio simultâneo do mercado de bens e dos mercados financeiros.

O modelo IS vem da seguinte equação:  $Y = C(Y-T) + I(Y, i) + G$ , em que a produção (lado esquerdo da equação) se iguala à demanda por bens (lado direito da equação), onde:

- $Y$  = produção;
- $C$  = consumo;
- $T$  = impostos;
- $I$  = investimento;
- $i$  = taxa de juros;
- $G$  = gastos do governo.

Essa é uma das equações em que o governo analisa para, principalmente, expandir o produto da economia. Poderíamos ter inúmeras possibilidades. Seguindo a equação, a primeira seria diminuir os impostos ( $T$ ) dos agentes, fazendo-os que tenham acesso a uma renda disponível ( $Y_d = Y - T$ ) maior, aumentando assim o consumo, impulsionando então a economia, na geração de um produto maior, aumentando também o nível de emprego. Isso encadearia um aumento ainda maior do próprio consumo, que depende positivamente do produto

e um aumento do investimento (que também depende positivamente do produto); pois, com um produto maior, os “empresários” se sentiriam cada vez mais estimulados a investir na produção. Uma segunda possibilidade seria a diminuição da taxa geral de juros, pois com tal diminuição, os “empresários” não se sentiriam estimulados a realizar compra de títulos públicos ou outros ativos privados, porque suas remunerações – a taxa de juros – serão menores que antes assim, será mais vantajoso investir na produção, aumentando o nível de empregos e a própria produção. A terceira opção seria aumentar os gastos do governo, que teria um efeito direto no produto, aumentando-o em seguida.

Já o modelo LM vem da seguinte equação:  $M/P = Y.L(i)$ . Essa equação nos diz que o equilíbrio é dado pela igualdade da oferta real de moeda (lado esquerdo) com a demanda real por moeda (lado direito), onde:

- $M/P$  = oferta real de moeda, isto é, estoque de moeda em termos de bens;
- $Y$  = renda real;
- $L(i)$  = taxa de juros

Se tivermos, por exemplo, um aumento do produto ( $Y$ ), isso fará que a demanda por moeda aumente, mas a oferta de moeda é dada pelo Banco Central. Assim, isso acarretará num aumento da taxa geral de juros, o que desestimularia a atividade econômica, para que se volte ao equilíbrio. Se tivermos, no entanto, um aumento da oferta de moeda pelo Banco Central, através de políticas de “open-market”, onde o governo compra títulos dos agentes, aumentando assim a moeda na economia, isso faria que a taxa de juros diminuísse, estimulando

novamente ao crescimento da produção.

Poderíamos, depois de entender bem as duas equações e relações, tentar juntá-las. Aliás, para termos mais técnicos, quando pensamos em variações de (G-T) temos as chamadas políticas fiscais, em que um aumento dessa relação seria chamado de política fiscal expansionista (porque visa aumentar o produto) e uma diminuição dessa relação seria chamado de política fiscal contracionista ou restritiva (porque visa diminuir o produto; na verdade, quando isso ocorre é uma tentativa do governo ao combate inflacionário, isto é, ao aumento dos preços, mas que não aprofundarei aqui neste trabalho).

Quando pensamos em tais relações, pensamos somente no curto prazo. Depois, estudaríamos o médio prazo, onde teríamos de examinar o mercado de trabalho e ver que a economia tende a voltar a sua taxa natural de desemprego, isto é, a taxa de desemprego para qual a economia tende a voltar num prazo maior, ou seja, o médio prazo. E agora, diferentemente do curto prazo, aqui os preços terão grande influência nas decisões dos agentes, já que estes preços não serão mais considerados constantes. Assim, explora-se como os preços e salários se ajustam ao longo do tempo, determinando como tais ajustes afetam o produto.

Dessa maneira, examinaríamos o equilíbrio simultâneo com os três mercados (de bens, financeiros e de trabalho), onde analisaríamos que, embora o produto se desvie do nível natural de produto no curto prazo, ele voltaria ao nível natural no médio prazo. Esse modelo é conhecido como modelo de OA – DA, ou seja, modelo de oferta agregada (mercado de trabalho) e demanda agregada (mercado de bens e financeiros). Dessa maneira, tais equações são de fundamental importância no controle da inflação e expansão do produto pelo

governo e Banco Central. No entanto, um dos fatores que mais influi não aparece nessas equações, simplesmente pelo fato de ser quase impossível mensurá-las: as expectativas dos agentes quanto ao futuro, muitas vezes incerto e nebuloso, dado qualquer cenário instável economicamente falando.

As expectativas dos agentes são de fundamental importância na economia, principalmente em momentos de recessão e/ou crises. Como vimos anteriormente, existem as políticas fiscais e monetárias no curto prazo que podem ajudar ou não a expandir o produto de uma economia, como com um aumento dos gastos do governo, diminuição da tributação, queda da taxa de juros, através do aumento da oferta de moeda pelo Banco Central (pela ação de “open-market”) e assim haveria uma expansão de tal produto no curto prazo, já que, segundo a escola keynesiana, isso deve ser feito em momentos turbulentos na economia, como na crise mundial de 2008.

É muito importante ter em mente que nem todos os teóricos economistas têm a mesma opinião sobre as expectativas dos agentes. Para Keynes, a demanda por moeda depende basicamente de três fatores: transação, precaução e especulação. O primeiro fator se refere principalmente as transações diárias dos agentes, no momento de efetuarem compras corriqueiras diárias. Já o segundo motivo se deve ao grau de ignorância para com o futuro, isto é, os agentes mesmo com as moedas em mãos não a utilizam como transação; eles não fazem sua “demanda efetiva”, isto é, mesmo com ela em mãos, eles a retêm para atender a demandas inesperadas e imprevistas.

O terceiro fator está relacionado também com a ideia de incerteza, mas este é sobre a incerteza do comportamento da taxa de juros, o que afetaria

diretamente a demanda por moeda. Como exemplo facilitador, imaginemos um agente que tem títulos públicos. Imaginemos que a taxa de juros está alta e os agentes têm a expectativa de queda na taxa de juros (agentes esses que são conhecidos como “touros”). Assim, se eles têm expectativa de que a taxa de juros caia, automaticamente terão expectativa de que o preço dos títulos aumente, pois são inversamente proporcionais. Dessa forma, haveria uma queda na demanda por moeda. Por outro lado, se os agentes são “ursos”, eles têm uma expectativa de subida da taxa de juros e, conseqüentemente, queda no preço dos títulos e, dessa forma, haveria um aumento na demanda por moeda pelos agentes. Além disso, Keynes cita um quarto fator, chamado de “finance”, que é uma demanda por moeda relativa a alguma despesa planejada. Dessa forma, a moeda para Keynes é um “ativo”, o mais líquido da economia, e, por isso, em momentos de incerteza haveria uma maior retenção da moeda por parte dos agentes; pois, de acordo com ele, isso acalmaria “suas inquietações”, fazendo que a moeda não seja neutra nem no longo prazo.

Esses fatores são muito importantes quando pensamos na época em que Keynes escreveu, porque vai diretamente contra a ideia de demanda por moeda da escola clássica. Para esta escola a moeda é um “véu”, isto é, representa apenas um meio de troca, já que não faz sentido reter moeda e não utilizá-la; não é “racional” do ponto de vista econômico, não sofrendo influências da taxa de juros nem da incerteza para com o futuro, pois a taxa de juros para eles é entendida como uma recompensa pelo adiantamento do consumo (pela “espera”) e é determinada não por fatores monetários, mas sim por fatores reais, como o produto marginal do capital e as preferências intertemporais dos agentes. Por

outro lado, a taxa de juros para Keynes é a recompensa ou prêmio por não entesourar e é determinada por fatores monetários, ou seja, preferência pela liquidez e política monetária do Banco Central. Dessa maneira, a moeda para os clássicos é neutra inclusive no longo prazo.

No capítulo 05 do livro da Teoria Geral de Keynes, onde ele discorre sobre o princípio da demanda efetiva, ele começa contando que toda produção se destina a satisfazer as necessidades dos consumidores, dos agentes em geral. Mas quanto se deve produzir? Isso depende claramente das expectativas das firmas em particular, pois cada uma terá uma expectativa quanto ao futuro, quanto ao setor em específico. Dessa maneira, divide em expectativas de curto e de longo prazo. Assim, para saber quanto produzir no dia, eles utilizarão a expectativa de curto prazo e para realizações de compra de novos bens de capital, como máquinas, essas expectativas estarão mais pautadas nas de longo prazo. Nas próprias palavras de Keynes (1985, pp. 43-4):

“O comportamento de cada firma individual, ao fixar sua produção diária, é determinado pelas expectativas de curto prazo; no caso de adições ao equipamento de capital ou mesmo de vendas a distribuidores, estas expectativas de curto prazo dependerão em grande parte das expectativas de longo prazo (ou prazo médio) de outrem.”

São estas diversas expectativas que determinam o volume de emprego oferecido pelas empresas. De acordo com Dequech (2000), Keynes supõe que as expectativas de curto prazo são baseadas numa projeção para o futuro dos



resultados observados no passado recente, exceto quando houver motivos claros para esperar que os resultados se repitam. Em particular, os produtores supõem que a demanda por seus produtos será a mesma de períodos recentes (mas não o fazem incondicionalmente).

Assim, um agente que entenda um pouco de políticas macroeconômicas sabe que tal aumento será apenas no curto prazo, pois no médio há a tendência que voltemos a tal taxa natural de desemprego e, assim, poderia não aumentar seu consumo presente, o que afetaria diretamente o nível de produto, não o aumentando, como o esperado pelas autoridades. A incerteza em relação ao futuro é de suma importância nesse momento, porque mesmo com políticas que incentivem a atividade econômica, muitas vezes as expectativas dos agentes permanecem as mesmas, ou, em outras palavras, intactas.

Pensando nesse prisma, na Bolsa de Valores, surgem as chamadas Práticas de Governança Corporativa, que nada mais têm como objetivo a divulgação de suas informações financeiras e contábeis de suas empresas a fim de diminuir tais incertezas existentes nos mercados, trazendo-nos mais clareza sobre as empresas em que desejamos investir – comprar suas ações – e será sobre tais práticas que será o foco do trabalho, na qual explicarei mais adiante.

### **3. Introdução as Práticas de Governança Corporativa: um pouco sobre Mercado de Capitais e seu funcionamento**

A premissa básica de um mercado de capitais é que se trata de um sistema

de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas, além de viabilizar seu processo de capitalização. Diante dessa premissa, para um bom funcionamento de um mercado de capitais, é necessária a disponibilização de informações que facilitem a relação entre ofertantes – aqueles que dispõem – e demandantes – aqueles que procuram – de crédito. Dessa forma, considera-se que a oferta maior de informações de empresas num mercado acionário viabiliza maior valorização das companhias e maior estímulo aos investidores, que irão aumentar os recursos disponíveis às empresas e diminuir o custo de captação. Esse mercado é constituído pela Bolsa de Valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

No mercado de capitais, os principais títulos negociados são os representativos de capital de empresas conhecidas como ações – ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas – debêntures conversíveis em ações (debêntures conversíveis em ações são aquelas que, por opção de seu portador, podem ser convertidas em ações, em épocas e condições predeterminadas), bônus de subscrição e “comercial papers” -, que permitem a circulação do capital (área medida que cresce o nível poupança para custear o desenvolvimento econômico).

À medida que cresce o nível de poupança – parcela não consumida da renda – maior é a disponibilidade para investir. A poupança individual e a poupança das empresas (lucros) constituem a fonte principal do financiamento dos investimentos de um país. Tais investimentos são os motores do crescimento econômico e estes, por sua vez, geram aumento de renda, com consequente

aumento da poupança e do investimento, e assim por diante. Trata-se do esquema da circulação do capital, presente no processo de desenvolvimento econômico. Em todo esse meu raciocínio, considere a identidade contábil em que poupança seja igual a investimento, isto é, não haverá entesouramento por parte das famílias e muito menos por parte das empresas.

Dessa maneira, fica evidente que o mercado acionário tem como objetivo facilitar o acesso das firmas aos recursos poupados por agentes que não gastam tudo o que recebem, podendo dessa forma investir e contribuir para o crescimento econômico do país. Em contrapartida, são oferecidas, a estes ofertantes de recursos, parcelas do patrimônio da empresa (as ações), tornando-se, dessa forma, sócios com direitos a voto – quando a ação for ordinária – e/ou vantagens de natureza política ou financeira em troca de restrições parciais ou totais no exercício do poder do voto, como prioridades na distribuição de dividendos – dividendo é o valor distribuído aos acionistas, em dinheiro, na proporção da quantidade de ações possuídas e normalmente é resultado dos lucros obtidos por uma empresa em determinado período – e/ou reembolso de capital, dividendos 10% superiores das ações ordinárias – quando a ação for preferencial.

As empresas, à medida que se expandem, necessitam de mais e mais recursos, que podem ser por meio de: empréstimos de terceiros, reinvestimentos de lucros (excedentes econômicos) e participação dos acionistas. Entretanto, as duas primeiras fontes de recursos são limitadas. Normalmente, as empresas somente as utilizam para manterem sua atividade operacional. Dessa forma, o investidor em ações contribui para produção dos bens, dos quais ele também é consumidor. Como acionista, ele é sócio da empresa e se beneficia da distribuição

de dividendos sempre que a empresa obtiver lucros. Essa é, de forma simples e clara, a mecânica da democratização do capital de uma empresa e da participação em seus lucros.

Entretanto, havia alguns desajustes neste processo de democratização de capital, até aproximadamente meados dos anos 1990. Assim, em um movimento iniciado principalmente nos Estados Unidos (na década de 1990), acionistas despertaram-se para a necessidade de novas regras que os protegessem dos abusos da diretoria executiva das empresas, da inércia dos conselhos de administração inoperantes e das omissões das auditorias externas.

Surgem então as chamadas Práticas de Governança Corporativa, que são as práticas e os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselhos de administração, diretoria, auditoria, auditoria independente e conselho fiscal; que tinham a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital. Conceitualmente, a governança corporativa surgiu para superar o “conflito de agência” – que será tratado com mais detalhe posteriormente, e que nada mais é a decorrente da separação entre a prioridade e a gestão empresarial. Nesta situação, onde o proprietário (acionista) delegava a um agente especializado (executivo) o poder de decisão de sua propriedade, muitas vezes os interesses se divergiam, resultando num conflito de agência ou conflito agente-principal.

A preocupação principal da governança corporativa é assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com o interesse dos acionistas. Conseqüentemente, a boa governança corporativa proporcionará aos proprietários – acionistas ou cotistas – a gestão estratégica de sua empresa e a monitoração da direção executiva. As principais ferramentas que asseguram o

controle da propriedade sobre a gestão são o conselho de Administração, a Auditoria independente e o Conselho Fiscal.

#### **4. Contexto Histórico**

Um dos graves entraves à expansão da economia brasileira é a oferta permanente de crédito a empresas e consumidores. O sistema financeiro depende dos níveis de poupança para realizar essa oferta. Para aumentar os níveis de poupança a solução não é a redução do consumo como poderia parecer à primeira vista. O que faz uma economia se manter estável e ativa são os gastos de consumo, de investimento, do governo e o saldo das relações comerciais. Esses gastos aumentam a renda e, portanto, a própria poupança.

Na Teoria Econômica trabalha-se com a ideia de que o investimento determina a poupança. Mas não há como determinar quanto se irá ganhar. Só é possível saber quanto serão os gastos produtivos, ou seja, o investimento é que aumentará a renda. Parte da renda será consumida e parte será poupada. Esse movimento acontece diariamente na economia e as decisões de gasto dos agentes é que levarão a uma maior demanda por crédito.

Uma alternativa ao financiamento bancário é o mercado acionário. Se não fossem os acionistas, as empresas dependeriam exclusivamente de lucros acumulados, dos empréstimos bancários ou do aumento do capital dos sócios para investir. Assim, os acionistas contribuem de forma muito importante para a produção de bens, dos quais ele é também consumidor, e são beneficiados na

distribuição de dividendos ao fim de cada período.

A aquisição de ações de uma empresa depende, por sua vez, da qualidade das informações que investidores recebem das empresas. Denomina-se governança o sinônimo de autoridade, de direção, de controle e de difusão de dados confiáveis sobre a condição econômico-financeira de uma empresa.

Então, concorda-se que são necessárias divulgações de informações e não somente em quantidade, mas também em qualidade, a fim de se reduzir à assimetria de informações, que gera o *conflito de agência* (conflito entre gestores – grupos de executivos responsáveis pelas tomadas de decisão no âmbito operacional da empresa – e os proprietários – acionistas ou cotistas que nem sempre participam da gestão da firma – e o objetivo daqueles nem sempre condiz com os interesses destes). A importância da transparência está relacionada com a perspectiva do acionista a que se refere à avaliação da gestão, metas, valores patrimoniais, entre outros. Além disso, uma boa divulgação de informações pode elevar os preços das ações, já que a falta de informações pode trazer-nos uma incerteza em relação ao desempenho futuro e a situação em que se encontra a empresa. O aprimoramento dessa transparência da empresa favorece o mercado de capitais, proporcionando melhor acesso às fontes de financiamento, pois utiliza o mecanismo de contratação de auditorias (um dos principais mecanismos da Governança Corporativa) para comprovar a veracidade da informação prestada e a adoção de padrões contábeis internacionais, aumentando, dessa forma, a credibilidade e o interesse do investidor.

Mas será que essa divulgação de informações tanto na forma quantitativa quanto qualitativa seria suficiente para evitar erros de avaliação empresarial? Na

verdade, não. Duas grandes crises simbolizam esse problema: a crise de 1929 e a recente. Além dessas, outras dezenas ocorreram, mas as duas a que nos referimos foram as que produziram um grande rompimento do estado de convenções da economia. A transparência das informações empresariais reduz a assimetria de informações, mas não a elimina completamente. E nessas duas grandes crises, o que foi feito para solucionar tal problema?

Tínhamos um cenário de crise econômica, onde a tendência era que a renda caísse, visto que tanto consumo quanto investimento tendiam a cair bruscamente, desacelerando a economia. Pensando, sem aprofundar-se muito, na equação da renda, em sua forma mais simples – fechada, onde há três variáveis principais e duas delas estavam caindo, devíamos aumentar rapidamente a outra variável, sejam eles, os gastos do governo. É o governo que deve entrar em ação nesse momento, com tentativas de geração de empregos, como construção de estradas, ou ainda, na redução de impostos, como impostos sobre os produtos industrializados (IPI), com uma política fiscal muito forte de curto prazo, para que a economia voltasse a aquecer-se com as pessoas começando a demandar mais, aumentando a produção, crescendo o número de empregos, entrando assim num ciclo de crescimento.

Essas palavras, entretanto, parecem estranhas quando usadas no contexto de economia de livre-mercado. Na verdade, a ideia de livre-mercado já vigora desde que o “pai da economia” – Adam Smith – já apregoava sua ideia de “mão-invisível”, isto é, que o mercado se autorregularia, sempre na tendência em que a oferta se igualaria à demanda. Isso foi reforçado pela escola seguinte – a escola neoclássica – visto que em mais de cem anos, nenhuma forma de

autoridade (além do próprio mercado se autorregular) precisou fazer absolutamente nada. Keynes e Kalecki, que não estavam de total com essa teoria, começam a estudar e observar mais a economia real – o que de fato estava acontecendo na época. Aquelas escolas que acreditavam no pleno-emprego (se houvesse desemprego, seria apenas friccional, ou seja, tempo mínimo entre um e outro emprego), não entesouramento (isto é, valia a Lei de Say: ninguém poderia ter preferência à liquidez, pois só loucos entesouravam: a oferta criava a própria demanda), além do mercado se “autorregular”, esses fatos não aconteciam na realidade. Em média, entre (1920 – 1933) tivemos mais de dez por cento da população desempregada na Inglaterra nesse período. Keynes e Kalecki recorreram a economistas anteriores que pudessem ter analisado tais coisas; encontraram, assim, Malthus e Marx que já tinham previsto estes possíveis erros teóricos. Porém, muito possivelmente devido a não ocorrência de crises, suas teorias acabaram esquecidas e desacreditadas. Chega, então, a crise de 1929, com a queda da Bolsa de Valores de Nova York e se por acaso o Governo não tivesse intervenido, talvez o pior pudesse ter ocorrido.

## **5. A Governança Corporativa**

A governança Corporativa (*Corporate Governance*) é representada por um conjunto de regras que tem a finalidade de trazer igualdade de tratamentos entre os acionistas – sejam minoritários ou majoritários – para fornecimento de informações (OLIVEIRA, Gabriel Henrique, 2008). Dependendo da organização –



bancos, mercado financeiro, governo, países, pessoas físicas etc. – as regras estarão relacionadas e alinhadas de acordo com estes.

Vários autores apresentam uma definição para governança corporativa, de maneira que se pareça mais apropriada, trazendo-nos uma visão ampliada do assunto. Segundo Schleifer e Vishny (1997): “Governança corporativa são as formas pelas quais os fornecedores de capital asseguram que irão receber o retorno de seus investimentos”. Para Rabelo e Silveira (1999), “Governança Corporativa é o sistema por meio do qual se exerce e se monitora o controle nas corporações” (pág. 06). Já Bolton e Scharfstein (1998) interpretam os arranjos de governança corporativa como uma tentativa para aliviar os problemas de agência, enquanto Tirole (2001) afirma que a governança corporativa refere-se à defesa dos interesses dos acionistas.

Fica evidente, dessa forma, que a governança corporativa é uma forma de gestão por grandes companhias, devido às exigências das bolsas de valores dos países, mais especificamente nos direitos e interesses de acionistas e investidores perante os possíveis abusos dos gestores. Não se discute que as boas práticas de governança corporativa são fundamentais para que os mercados possam obter um melhor desempenho – especialmente no que se refere à credibilidade de informações e transparência.

Haveria, dessa forma, duas perspectivas: uma centrada nos direitos dos acionistas (*shareholder value perspective*) e a outra com uma visão mais voltada para o equilíbrio dos interesses envolvidos, que além dos acionistas, incluiria toda a parte interessada, como investidores, empregados, clientes, fornecedores, sindicatos, comunidade, entre outros (*stakeholders value perspective*).

## **5.1 – A concentração de propriedade**

Segundo Gugler, Mueller e Yortoglu (2003), a concentração de propriedade é o principal fator que permite a influência no poder e controle das empresas em detrimento ou não observância de todos, causando conflitos de interesses, como os conflitos de agência e com outros interessados. Portanto, podemos definir a concentração de propriedade como a presença de grandes acionistas.

Normalmente, na vida quem tem vantagens acaba se dando melhor. Quem tem muitas vantagens e tem grandes influências nem se fala. Na Governança Corporativa não é muito diferente. Surgem os conflitos que advêm da concentração de propriedade com os acionistas majoritários que exercem sobre os gestores – como que se ignorando os acionistas minoritários – a fim de favorecê-los com benefícios, bonificações e outros. Também é algo comum que em países desenvolvidos há mais proteção e igualdade à sua população. Na esfera financeira, mais uma vez, temos o mesmo cenário. Segundo Oliveira (2008), os países com mercado de capitais mais desenvolvidos, que tem conseqüentemente uma maior proteção aos investidores, possuem a concentração de propriedade das empresas mais descentralizada, possibilitando, assim, uma maior participação dos acionistas minoritários através das práticas de Governança Corporativa e as entidades do mercado um maior empenho em cumprir a lei, fiscalizar, conduzir e regular as empresas.

Sendo assim, cada país elaborou seu código de prática das empresas. Esses códigos, que servem como um guia na definição de práticas ou leis para os países, teriam uma “checagem” pela OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico. Dessa forma, segundo Oliveira (2008) e o IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, os estudos da Governança Corporativa definiram dois principais blocos como instrumento de comparação: o Anglo Saxão ou “*Outsider System*” e o nipo-germânico ou “*Insider System*”.

Resumidamente, e de acordo com Quilimarte (2007) e Oliveira (2008), o sistema anglo-saxão é composto por Estados Unidos, Reino Unido, Canadá e Austrália. Nesses países, a estrutura de propriedade tem menor concentração, possuem maiores proteções aos direitos dos acionistas e a principal fonte do financiamento das empresas é a abertura de capital e emissões de ações no mercado de capitais. Em contrapartida, o sistema Nipo-germânico é representado pela Alemanha e Japão, possui características distintas do Anglo-Saxão, uma vez que a estrutura de propriedade é mais concentrada, a proteção legal é menor e existe muito financiamento por crédito.

## **5.2 – Principais Modelos de Governança e Prioridades Internacionais**

De modo geral e de acordo com o IBGC, os sistemas de governança corporativa no mundo podem ser divididos em:

I-) “*Insider System*” – grandes acionistas tipicamente no comando das operações diárias, diretamente ou via pessoas de sua indicação – que é o sistema

de governança da Europa Continental e Japão e tem como características principais:

- Estrutura de propriedade mais concentrada;
- Presença de conglomerados industriais-financeiros;
- Baixo ativismo e menor parte dos investimentos institucionais;
- Reconhecimento mais explícito e sistemático de outros “stakeholders” – todos aqueles envolvidos com a companhia, como clientes, fornecedores, empregados etc. – não financeiros, principalmente funcionários – “stakeholder oriented”.

No modelo nipo – germânico, a propriedade é mais concentrada (na Alemanha, os cinco maiores acionistas detêm, em média, 40% do capital e, no Japão, 25%), e muitas participações acionárias a longo prazo. Nesse sistema, em que a liquidez não é priorizada, os acionistas reduzem o seu risco, colhendo as informações necessárias às suas decisões junto às administrações.

II-) “Outsider System” (acionistas pulverizados e tipicamente fora do comando diário das operações da companhia) que é o Sistema de Governança anglo-saxão (Estados Unidos e Reino Unido) e tem como características principais:

- Estrutura de propriedade diversa nas grandes empresas;
- Papel importante do mercado de ações na economia;
- Ativismo e grande porte dos investidores institucionais;

- Foco na maximização do retorno para os acionistas (“shareholder oriented”).

No modelo anglo-saxão, as participações acionárias são relativamente pulverizadas, isto é, descentralizadas (nos Estados Unidos, os cinco maiores investidores detêm, em média, menos de 10% do capital de uma empresa) [Economist (10.02.96)], e bolsas de valores desenvolvidas garantem a liquidez dessas participações, diminuindo o risco dos acionistas. O mercado, através da variação no preço das ações, sinalizará a aprovação ou não em relação às administrações por parte dos investidores. Dessa forma, o sistema exige uma transparência considerada e uma divulgação periódica de informações.

Resumidamente, no anglo saxão o objetivo primordial das empresas é a criação do valor para os acionistas – “shareholders” - , enquanto nos países em que se aproximam do modelo nipo – germânico as empresas devem equilibrar os interesses dos acionistas com aqueles de outros grupos que são impactados pelas suas atividades, como os empregados, fornecedores, clientes e comunidades – “stakeholders”. Além disso, baseado em Quilimarte (2007), o sistema “stakeholder” distribui maior peso aos interesses dos empregados, como barreiras à demissão na Alemanha e empregos vitalícios em grande parcela de empresas japonesas.

### **5.2.1 – Prioridade Internacional**

De maneira geral, a governança corporativa é muito bem vista em todos os lugares no mundo. Tanto é que instituições dedicadas a promover debates em torno de governança corporativa têm surgido em praticamente todos os países, relacionando um ambiente institucional equilibrado a uma política macroeconômica de boa qualidade. Visto a importância, a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) desenvolveu uma lista de princípios de governança corporativa e promove periodicamente, em diversos países, mesas de discussão e avaliação dessas práticas. Em contrapartida, o Banco Mundial e o FMI – Fundo Monetário Internacional – consideram a adoção de boas práticas de governanças corporativas como parte da recuperação dos mercados mundiais, fragilizados por sucessivas crises em seus mercados de capitais.

## **6. Governança Corporativa no Brasil**

No Brasil, os conselheiros profissionais e independentes surgiram em resposta ao movimento pelas boas práticas de governança corporativa e à necessidade das empresas modernizarem sua alta gestão, visando tornarem-se empresas mais atraentes para o mercado. Esse fenômeno foi acelerado devido à globalização; mudança do perfil dos investidores, tornando-os mais ativos; maior foco na eficiência econômica e transparência na gestão. Essa mudança na estrutura societária das empresas, com investidores institucionais assumindo uma postura ativa, comparecendo a assembleias gerais e exercendo direito dos votos, ocorreu também no mercado financeiro. Resumidamente, as práticas de

governança corporativa tornaram-se prioridade e fonte de pressão por parte dos investidores.

Os resultados não demoraram a aparecer. O IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – que fora fundado em 1995 como IBCA – Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração – publicaram em 1999 o primeiro código de administração e a conduta esperada. Em 2001, a Lei das Sociedades Anônimas foi reformada apresentando tímidos avanços e, em 2002, a CVM – Comissão de Valores Imobiliários – lançou sua cartilha sobre governança: “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”, voltada para companhias abertas.

Entretanto, um dos resultados mais significativos dessa nova etapa deve-se à Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo. A Bovespa, em dezembro de 2000, implantou níveis diferenciados a empresas com padrões superiores de governança corporativa. Assim, além do mercado tradicional, passaram a existir três segmentos diferenciados de governança: Nível um, Nível dois e Novo Mercado. O objetivo, segundo informativo da Bovespa, foi “estimular o interesse dos investidores e a valorização das empresas listadas”. Basicamente, no nível 1 de governança – mais voltado a companhias que venham a abrir seu capital, fornecendo informações que auxiliem no valor da empresa – caracteriza-se por exigir práticas adicionais de liquidez das ações e “disclosure”. Já no nível 2 – voltado mais a empresas já listadas – tem por obrigações práticas adicionais relativas dos direitos dos acionistas e Conselho de Administração. Por fim, o Novo Mercado – segmento que determina as maiores exigências em relação aos procedimentos de governança corporativa – diferencia-se do nível dois somente

pela exigência da emissão exclusiva de ações ordinárias, fazendo, dessa forma, com que todos os acionistas tenham direito a voto, podendo assim exercer seu pleno direito de sócio da empresa, participando de decisões sobre assuntos importantes na companhia. Com isso – principalmente os dois últimos – apresentarão uma redução de incertezas no processo de avaliação, investimento e risco, aumentando assim os investidores interessados e, inevitavelmente, fortalecendo o mercado acionário. Esses resultados certamente trarão benefícios para investidores, empresas, mercado e nação.

Contudo, apesar do aprofundamento de debates sobre governança e da crescente pressão para a adoção das boas práticas de governança corporativa, o Brasil ainda tem muito que melhorar, visto que ainda há: alta concentração do controle acionário, baixa efetividade dos conselhos de administração e pela alta sobreposição entre propriedade e gestão. Isso demonstra vasto campo para o conhecimento, ações e divulgação dos preceitos da governança corporativa.

## **7. A importância do Mercado de Ações para o Desenvolvimento da Economia e do País**

Se tivermos uma nação que respeite e siga o pensamento da governança corporativa, teremos um país em que todos os envolvidos só terão a ganhar: investidores; empresas e companhias; economia e sociedade deste país; entre



outros. Baseado nessa, e somente nessa premissa, é que defenderei e aprofundar-me-ei na importância do mercado de ações para o desenvolvimento da Economia e do País. Dessa forma, por aquilo que já desenvolvi até aqui e todo o demais que me aprofundarei, fica evidente a contribuição positiva do mercado de capitais e, especificamente, o destacado papel do mercado acionário para o desenvolvimento econômico.

Acredito que a ideia de que o mercado acionário, notadamente nos países em desenvolvimento, envolveria apenas negociações na esfera financeira, desprovidas de qualquer impacto sobre o setor real da economia, mostrou-se definitivamente superada. De acordo com os estudos divulgados pelo Banco Mundial, foi encontrado um alto grau de correlação entre os indicadores dos mercados acionários e o crescimento médio verificado no período de 1976-1996. A conclusão foi de que o mercado acionário não apenas seguiu o crescimento econômico, mas proporcionou os meios para prognosticar as taxas futuras de crescimento do capital, da produtividade e da renda *per capita*.

## **8. Metodologia**

Como quero fazer uma comparação entre empresas do nível 1 e do nível do novo mercado de governança corporativa, tive que fazer separadamente as análises para os Bancos Bradesco e Nossa Caixa – níveis 1 e novo mercado,

respectivamente. Dessa forma, iniciem minha análise pelo banco Nossa Caixa e suas implicações. O modelo utilizado é simples, já que usei, somente para comparação, os preços das ações e os lucros de cada banco. No entanto, dar-me-á um resultado significativo às minhas perspectivas teóricas.

Utilizo durante quase todo o trabalho, o lucro como variável dependente, seja ele o “Y”, e o preço como variável independente, seja ele o “X”. Uso somente essas variáveis. Posteriormente, faço também uma análise dos preços das ações de cada banco, vendo se são ou não co-integradas num longo prazo.

Não obstante, testo a existência da auto-correlação entre os lucros e preços do banco Bradesco e dos preços de ambos – não fiz do Nossa Caixa porque houve problemas nos dados que serão explicados no tópico 3.1. Finalmente, fiz uma análise com o uso de informações qualitativas – variáveis binárias (“dummy”) – visto que a série temporal se estende até o fim do ano de 2008 e, como se sabe, houve uma recessão mundial a partir de agosto daquele ano e, portanto, testamos se houve mudanças ou não.

Antes de ir para os testes econométricos, entretanto, falarei um pouco sobre os conceitos básicos de econometria que será usado, a fim de ser bem claro e que não haja dúvidas no referencial teórico.

Há basicamente duas grandes áreas na econometria, sendo elas a “cross-section” e as séries temporais. A primeira se refere principalmente a diferentes dados, de diferentes lugares, mas não analisados ao longo do tempo. Como exemplo, poderíamos citar as temperaturas do Brasil, de todas as cidades, mas num mesmo dia. Por outro lado, quando pensamos em séries temporais, pensamos em diferentes observações ao longo do tempo, de determinadas

variáveis, como os lucros e os preços das ações nesse trabalho e, por isso, usarei como referencial teórico as séries temporais. Vale lembrar que há também a possibilidade de ambos acontecerem, no caso de painel, mas que tampouco o usarei.

Quando pensamos em econometria, pensamos em regressões lineares simples e múltiplas e tais regressões nos mostra variáveis sendo explicadas por outra(s) variável (is). Imaginemos, por exemplo, que o salário de qualquer pessoa (variável dependente, isto é, que depende de outras variáveis) dependa do grau de escolaridade, experiências profissionais anteriores, sexo – se é homem ou mulher, cor da pele, entre outros, sendo essas as variáveis independentes. No entanto, pode haver problemas com dados, ou simplesmente não atenderem aos critérios básicos do modelo clássico. Assim, podemos citar multicolinearidade, autocorrelação, heterocedasticidade. No entanto, alguns tendem a ocorrer mais em séries atemporais, como a heterocedasticidade e outros em séries temporais, como a autocorrelação e, por isso, no fim do trabalho focar-me-ei neste possível problema.

### **8.1. Banco Nossa Caixa**

O Banco Nossa Caixa disponibiliza seus dados a partir do fim de 2005 e, assim sendo, utilizei seus dados mensais a partir do ano de 2006 até o fim de 2008, pois como sabemos, devido a grande crise mundial de 2008, os dados de 2009 e 2010 sofrem muitas alterações. No entanto, sofri um pouco com tal banco,

visto que os dados dos lucros têm uma mudança drástica de um período para outro, o que nos impossibilitou tirar qualquer análise.

Num primeiro momento, analiso se o Lucro do banco Nossa Caixa era estacionário – média e variância constantes ao longo do tempo, além de sua covariância depender da distância entre os períodos – dados em Anexo 1.

Testando se a regressão apresenta raiz unitária ou não, pelo teste de “Dickey e Fuller”, ou seja, testo a variação do lucro como variável dependente(y) e o Lucro do período anterior como variável independente (X). Dessa forma, obtivemos: *Stat t* = -3.56172. Esse é o único valor pertinente e não devemos nos basear no “p-valor”. Além disso, esse valor tem de ser negativo, pois se for positiva será explosiva.

Posteriormente, comparamos com o “tau crítico da tabela” e vemos se é ou não maior em módulo. Se sim, rejeitamos  $H_0$  e a série é estacionária. Se não, aceitamos  $H_0$  e a série é estacionária. Como nosso tau crítico “*stat t* = -3,56, e na tabela (que segue abaixo, com base em 5%) sempre temos um tau menor que 3, em módulo, a série é estacionária.

<b>Tau-crítico</b>	<b>N</b>
-3,00	25
-2,93	50
-2,89	100

Partimos, então, para analisarmos se o preço também era estacionário. Obtive um *stat t* = -1,51264, o nosso tau crítico. Seguindo o mesmo procedimento,

comparamos o tau crítico com os valores da tabela. Como temos um tau-crítico menor em módulo, não rejeitamos H0 e a série é não-estacionária.

Dessa forma, teríamos o Lucro como estacionário e o Preço não. Testamos, assim, o preço com tendência para verificarmos se não tem problemas com a raiz unitária. Então, obtivemos: Stat t = -0,72135. Analisando e comparando nosso stat t com os tau-críticos, sempre com 5% de erro, teremos:

<b>Tau-crítico</b>	<b>N</b>
-3,56	25
-3,5	50
-3,45	100

E, semelhantemente, ao caso sem tendência, o preço é não estacionário. Para corrigirmos, usamos a sua variação (delta P) para aplicarmos a regressão, juntamente com o lucro e verificamos se haveria significância, o que obtivemos: stat t = 0,896256. E, este valor, a 5% de significância, num teste t de Student, bilateral, com valor crítico (1 grau de liberdade e 5%) igual a -12,706 e +12,706, isto é, para que haja significância o valor de Stat t deveria ser menor que o valor negativo ou maior que o valor positivo. Assim, percebe-se que o modelo é não significativo e o stat t não pertence à região crítica.

Tentamos ainda usar o Lucro em tendência, mas o excel não aceita que a variável 'Y' seja tendenciosa. Frente ao problema, acreditamos que tal

inconveniente provavelmente esteja na disparidade dos valores do Lucro entre os períodos e, dessa forma, não conseguimos explicar um dos objetivos do trabalho e precisaríamos analisar outro banco do novo mercado. Agora, analisaremos os lucros e os preços do banco Bradesco.

## **8.2– Banco Bradesco**

O Banco Bradesco disponibiliza seus dados a partir do fim de 2003 e, assim sendo, utilizamos seus dados trimestrais a partir do ano de 2004 até o fim de 2008.

Num primeiro momento, analisamos se o Lucro do banco Bradesco era estacionário – média e variância constantes ao longo do tempo, além de sua covariância depender da distância entre os períodos – dados em Anexo 2.

Testando se a regressão apresenta raiz unitária ou não, pelo teste de “Dickey e Fuller”, ou seja, testamos a variação do lucro como variável dependente(y) e o Lucro do período anterior como variável independente (X). Dessa forma, obtivemos:  $\text{stat } t = -2,74841$ . Como vimos, esse é o único valor pertinente e não devemos nos basear no “p-valor”. Além disso, esse valor tem de ser negativo, pois se for positiva, será explosiva a série. Então, devemos fazer uma comparação do  $\text{stat } t$  com os valores da tabela, sempre com 5% de significância:

### **Tau-crítico N**

-3,00	25
-2,93	50
-2,89	100

Como podemos analisar, o stat t é menor em módulo que os valores críticos da tabela, não rejeitamos H0 e, por isso, a série é não-estacionária.

Partimos, então, para analisarmos se o preço também era estacionário. Obtivemos: stat t = -1,97584. Usamos a mesma tabela acima para fazermos a comparação. Dessa forma, podemos concluir que o tau-crítico de 1,97 é menor, em módulo, que os valores críticos. Portanto, não rejeitamos H0 e a série é não-estacionária.

Dessa forma, testamos se há co-integração entre elas, isto é, se haveria entre elas uma relação de longo prazo, ou de equilíbrio, pelo teste de “Engle Granger”, já que tanto Pt – preços – e Lt – lucros – são não-estacionários (co-integradas de ordem 1).

Esta análise é baseada nos resíduos da regressão dos lucros contra os preços e se aqueles (resíduos) forem estacionários, as variáveis serão co-integradas. Em termos econômicos, duas variáveis co-integradas apresentam equilíbrio de longo prazo. Então, calcularemos primeiramente a regressão e utilizaremos seus resíduos (com a variação do ruído branco como “Y” e o ruído

branco anterior como "X"). Assim, obtivemos:

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,2206172
R-Quadrado	0,048672
R-quadrado ajustado	-0,00418
Erro padrão	2145,9213
Observações	20

#### ANOVA

	<i>Gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	4E+06	4E+06	0,92092	0,3499
Resíduo	18	8E+07	5E+06		
Total	19	9E+07			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	<i>95% inferiores</i>
Interseção	4273,5938	817,76	5,2265,7E-05		2555,5
Pt	-12,97337	13,519	-0,95960	0,34995	-41,376

#### RESULTADOS DE RESÍDUOS



<i>Observação</i>	<i>Previsto(a)</i>	<i>Lt</i>	<i>Resíduos</i>
1	4081,4583	-3473	ret-1 delta res.
2	2885,3139	-1635	-3472,81837,44
3	2765,9589	-763,6	-1635,3871,755
4	2650,2365	409,96	-763,561173,52
5	3457,9583	-2253	409,96 -2662,5
6	3372,3341	-751	-2252,61501,52
7	3155,5491	895,95	-751,031646,98
8	3116,1101	2398	895,951502,04
9	3984,0283	-2454	2398 -4851,7
10	4007,5101	-875,1	-2453,71578,62
11	4015,9428	-664,7	-875,11210,367
12	3976,5556	1077,4	-664,741742,19
13	3947,8326	-2243	1077,4 -3320
14	3900,869	105,73	-2242,52348,26
15	3873,625	1943,2	105,731837,44
16	3839,2455	4170,5	1943,22227,28
17	3901,2582	-1799	4170,5 -5969,2
18	3882,0576	222,84	-1798,8 2021,6
19	3933,9511	2081,2	222,841858,41
20	4014,9049	3605,3	2081,21524,05

E, fazendo a regressão dos resíduos obtivemos:  $stat\ t = -3,61081$ .

Comparando o  $stat\ t$  com os valores da tabela abaixo, de significância de 5%:

<b>Tau-crítico</b>	<b>N</b>
-3,46	50
-3,4	100

Assim, vemos que o tau-crítico é maior em módulo. Isso nos faz rejeitar H0, fazendo com que os resíduos sejam estacionários. Por conseguinte, dizemos que Xt e Yt são co-integradas, ou seja, os resíduos de Lt contra Pt são estacionários, apesar das séries apresentarem raiz unitária.

Portanto, o modelo estimado ficaria:

$$\hat{L}^t = 4273,5938 - 12,97337 \hat{P}^t$$

E essa equação nos diz que a propensão marginal a lucrar do Bradesco será de  $-12,97337$ , ou seja, se aumentar em uma unidade seu preço, seu lucro cairá. Isso faz total sentido já que caso o Bradesco – que está no nível um de governança corporativa - aumente seu preço, os investidores buscarão uma empresa ou do nível dois ou do nível mercado, já que estas trazem mais segurança que as do nível um.

Poderíamos pensar num primeiro momento que resolvemos à questão referente do Banco Bradesco, visto que ambas as estimativas apresentavam raiz unitária e serão co-integradas no longo prazo.

Entretanto e não obstante, testamos as variáveis: lucro e preço com tendência, pois poderia ser que apresentassem estacionariedade determinística. E conseguimos verificar o pressuposto.

O lucro em tendência obtido – seu Stat t foi: stat t = -4,3913. Como sabemos

esse é o único valor que buscamos e não devemos nos basear no “p-valor”. E é negativo porque a série é não-explosiva. Fazendo uma comparação com os dados da tabela, com 5% de significância:

<b>Tau-crítico</b>	<b>N</b>
-3,6	25
-3,5	50
-3,45	100

Como o tau-crítico calculado é maior em módulo, rejeitamos H0 e a série é estacionária em tendência.

Posteriormente, analisamos o preço:  $stat\ t = -4,22279e$  fazendo a comparação com os valores da tabela de 5% de significância:

<b>Tau-crítico</b>	<b>N</b>
-3,6	25
-3,5	50
-3,45	100

Como o tau-calculado é maior em módulo, rejeitamos H0 e a série é estacionária em tendência.

Dessa maneira, fizemos uma regressão com a variação do lucro como “y” e o preço com tendência como “x”. Então, agora teríamos de analisar se o modelo era significativo – analisar o “p-valor” ou o “stat t”. Assim, obtivemos um p-valor =

0,21 para a variável preço e um p-valor = 0,28 para a constante, mostrando assim, não ser significativo.

Persistentes, usamos posteriormente a regressão com a variável lucro como “y” e o preço com tendência como “x”. Obtivemos:

## RESUMO DOS

## RESULTADOS

---

*Estatística de regressão*

R múltiplo	0,709558
R-Quadrado	0,503473
R-quadrado ajustado	0,441407
Erro padrão	1550,523
Observações	19

---

## ANOVA

---

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de</i> <i>significação</i>
			1950199	8,11190	
Regressão	2	39003984	2	2	0,003694
Resíduo	16	38465931	2404121		
Total	18	77469915			

---

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	<i>95% inferiores</i>
	<i>s</i>	<i>padrão</i>			
Interseção	-1956,79	1958,276	-0,99924	0,33255	-6108,15
				0,09525	
Variável X 1	29,44567	16,607531	1,773031	8	-5,76072
				0,00242	
Variável X 2	387,192	107,6909	3,5954	3	158,8975

Vale lembrar que a variável X1 são os preços e a variável X2, a tendência. A um nível de significância de 10%, o modelo é significativo (p-valor =0,095, que é menor que 0,10) e, sendo assim, a melhor escolha é usar o preço com tendência. Portanto, a equação estimada ficaria:

$$L^t = -1956,79 + 29,44567 P^t$$

Entretanto, aqui teríamos uma propensão marginal a lucrar igual a 29,44567, isto é, um aumento em unidade no preço, decorreria num aumento no lucro. Esse resultado, que contradiz a ideia obtida da co-integração, possivelmente diz que mesmo com um possível aumento dos preços das ações do Bradesco, haverá um aumento do seu lucro, pois poderíamos – por uma óptica keynesiana – analisar as expectativas dos agentes, qual seja: “se ações do Bradesco estão se valorizando, muito possivelmente eles estão crescendo”.

Agora, depois de analisar separadamente os Bancos Nossa Caixa e

Bradesco, iremos analisar os preços das ações de ambas.

### 8.3– Preços do Bradesco x Preços do Nossa Caixa

Aqui, fiz uma análise dos preços. Considerei o preço do banco Nossa Caixa como “y” e o preço do Bradesco como “x”. Assim, como nos outros testes, realizei o teste da raiz unitária “Dickey-Fuller” para ver se os preços apresentavam estacionariedade e, caso negativo, aplicaríamos o teste da co-integração – se num longo prazo elas teriam uma relação. Antes, fiz uma transformação dos preços do banco Nossa Caixa para trimestral, já que o dados do Bradesco estão todos trimestrais. Peguei de janeiro de 2006 ao fim do ano de 2008.

Começando, então, pelo preço do Banco Nossa Caixa, usando a variação do preço como “y” e o preço do período anterior como “x”, na regressão teremos (sem tendência):  $stat\ t = -1,409309$ . Como sabemos, esse é o único valor importante e não devemos nos basear no “p-valor” e é negativo porque a série não é explosiva. Comparando com os valores tabelados (5% de significância):

<b>Tau-crítico</b>	<b>N</b>
-3,00	25
-2,93	50
-2,89	100

E, como em todas as análises, se nosso tau-crítico é menor em módulo que

os valores tabelados, não rejeitamos  $H_0$  e a série é não-estacionária. Posteriormente, para não termos dúvidas, usamos o preço do período anterior em tendência, para compararmos qual a melhor variável a ser usada. Encontramos:  $stat t = -0,558192$ . Comparando com os valores da tabela (5% de significância):

<b>Tau-crítico</b>	<b>N</b>
-3,6	25
-3,5	50
-3,45	100

Como tau-crítico é menor em módulo, rejeitamos  $H_0$  e a série é não-estacionária em tendência. Portanto, podemos concluir que tanto a variável sem tendência, como a com, apresentarão raiz unitária.

Partindo para análise do banco Bradesco, usando a variação do preço como “y” e o preço do período anterior como “x”, tivemos – sem tendência:  $stat t = -0,984112892$ . Comparando com os valores tabelados:

<b>Tau-crítico</b>	<b>N</b>
-3,00	25
-2,93	50
-2,89	100

Já que nosso tau-crítico é menor em módulo, não rejeitamos  $H_0$  e a série é não estacionária. Seguindo o mesmo padrão utilizado do Banco Nossa Caixa para o Bradesco, fizemos o teste com tendência, utilizando a variação do preço como “y” e o preço do período anterior com a tendência (tempo) como “x”. Então, obtivemos:  $stat t = 0,212893572$ . Aqui, entretanto, não será necessário comparar tal valor com os da tabela, pois ele é positivo, indicando-nos que temos uma série

explosiva e, por isso, farei a comparação dos preços com a série sem tendência.

Já que as séries apresentam raiz unitária tanto no teste com tendência como sem, testamos se há co-integração entre os preços num teste sem tendência, visto que será explosiva no Banco Bradesco. Assim, utilizando o preço do Banco Nossa Caixa como “y” e o preço do Banco Bradesco como “x”.  
Obtivemos:

<i>Estatística de regressão</i>					
R múltiplo					0,793
R-Quadrado					0,628
R-quadrado ajustado					0,528
Erro padrão					4,31
Observações					11
<i>ANOVA</i>					
	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	314 314,29	16,917		0,00263
Resíduo	10	186 18,578			
Total	11	500			
	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	<i>95% inferiores</i>
Interseção	0	#N/D	#N/D	#N/D	#N/D
Res t-1	-1,28	0,31	-4,1720	0,00191	-1,9707



Na verdade, colocamos a regressão dos resíduos primeiro. Agora, vem à regressão dos preços, com os resíduos. E, baseados nestes, faremos uma regressão da variação dos resíduos “y” e do resíduo do período anterior “x”. Aí, obtivemos estes parâmetros da última tabela, temos:  $stat\ t = -4,172$ . Comparando com os valores da tabela, teremos:

<b>Tau-crítico</b>	<b>N</b>
-3,46	50
-3,4	100

O valor calculado é maior em módulo que os valores tabelados, fazendo-nos rejeitar  $H_0$  e deixando os resíduos classificados como estacionários e podemos concluir que Pt Bradesco e Pt Nossa Caixa são co-integradas, ou seja, os resíduos de Pt (Nossa Caixa) contra Pt (Bradesco) são estacionários, apesar das séries apresentarem raiz unitária.

Mas, para termos feito isso, baseamo-nos nos resíduos da regressão:

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,84577967
R-Quadrado	0,71534326
R-quadrado ajustado	0,68687758

  

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>P</i>
				2,153
Interseção	77,3057641	7,991575	9,673408	E-06

0,000

Pt (Bradesco) -1,5341964 0,306044-5,012986 5272

---

## RESULTADOS DE RESÍDUOS

---

Observação	Previsto(a) Pt (Nossa		Resíduos	Delta
	Caixa)			
1	43,0624998	4,7275	Res t-1	Res
				-5,47
				1895
2	45,8393953	-0,744395	4,7275	5
				-0,87
				2227
3	46,836623	-1,616623	-0,744395	7
				8,951
4	42,1788026	7,334697	-1,616623	3204
				-5,97
				0289
5	38,7820917	1,364408	7,334697	1
				-2,61
				0708
6	33,2283007	-1,246301	1,364408	9
				0,985
7	30,0064881	-0,260988	-1,246301	3125

				2,663
8	25,9408676	2,402132-0,260988	1205	-12,4
				6445
9	33,2743265	-10,06233 2,402132	9	12,19
10	31,0037158	2,130284-10,06233	2611	-0,86
				2285
11	37,1405015	1,267998 2,130284	7	-6,56
				4385
12	46,7138873	-5,296387 1,267998	7	

---

Dessa forma, o modelo estimado seria:

$$P^{\text{t}} \text{ Nossa Caixa} = 77,3057641 - 1,5341964 P^{\text{t}} \text{ Bradesco}$$

Essa equação nos mostra que a propensão marginal do preço do Banco Nossa Caixa será de  $-1,5341964$ , isto é, negativa. Isso significa que um aumento de uma unidade do preço da ação do banco Bradesco acarretará numa diminuição do preço do Banco Nossa Caixa. Muito provavelmente, segundo a Teoria dos jogos, temos um jogo não cooperativo entre estas empresas e o banco Nossa Caixa “tentará” conseguir os investidores do Banco Bradesco que não continuarão investindo neste dado um aumento.

## 9. Testando a Autocorrelação

Os estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários produziram estimativas não-viesadas de parâmetros. Contudo, existiram problemas com as estimativas das variâncias dos parâmetros e , conseqüentemente , as conclusões dos testes de hipóteses poderão ser equivocadas.

Para detectar a existência de autocorrelação plotaremos o gráfico (método informal) e posteriormente aplicaremos o teste de Durbin-Watson.

Inicialmente verificaremos se há ou não presença de autocorrelação através dos gráficos dos resíduos (vendo se assumem algum padrão sistemático), entre os lucros e os preços do banco Bradesco, preços das ações do Banco Bradesco e Banco nossa Caixa e também o processo inverso.

Este gráfico nos mostra os resíduos da reta estimada. Como podemos observar, os resíduos parecem não exibir um padrão sistemático, sugerindo a inexistência de autocorrelação.

A análise gráfica dos resíduos é um método informal e subjetivo, portanto utilizaremos a seguir o método formal de verificação proposto por Durbin Watson.

### 9.1 Análise gráfica ente lucros e preços do Banco Bradesco:

Os valores residuais obtidos com a regressão feita de forma manual pelo excel são :  $R\hat{o} = 0,1511828$ . Calculamos o valor  $d = 1,697634$ . Compara-se o valor obtido para a estatística  $d$  com os valores críticos da tabela de Durbin-Watson,  $dL$  e  $dU$ , e toma-se a decisão recorrendo à seguinte tabela:

$d$	$[0, dL[$	$[dL, dU[$	$[dU, 4-dU[$	$[4-dU, 4-dL[$	$[4-L, 4[$
	Rejeitar				Rejeitar
Decisão	$H_0 (+)$	Inconclusivo	Não rejeitar $H_0$	Inconclusivo	$H_0 (-)$

Em nosso caso o valor de  $d = 1,697634$

Comparando-o com os valores críticos da tabela Durbin-Watson,  $dL$  e  $dU$ , obtém-se, com  $n=20$ ,  $K= 1$ , a um nível de significância de 5% , os valores críticos da tabela de Durbin-Watson serão:

$$dL=1,20 \quad dU=1,41$$

Uma vez que  $d=1,697634$  está entre  $du=1,41$  e 2 (quando  $\hat{r}=0$ ) . Portanto verificamos que não há presença de autocorrelação, como suspeitávamos através da análise gráfica.

Passemos agora para a verificação entre os preços do Banco Nossa Caixa como variável Y e os preços do Banco Bradesco como variável explicativa X.

## **9.2 Analise gráfica ente preços Nossa Caixa x Bradesco:**

Novamente o gráfico nos remete a conclusão de inexistência de autocorrelação. Para verificarmos formalmente essa hipótese recorreremos ao teste de Durbin Watson.

Os valores residuais obtidos através da regressão gerada pelo excel são:  $\hat{R} = -0,2764$ . Calculamos o valor  $d = 1,44712$ . Compara-se o valor obtido para a estatística  $d$  com os valores críticos da tabela de Durbin-Watson,  $dL$  e  $dU$ , e

toma-se a decisão recorrendo à mesma tabela Durbin-Watson acima. Assim, nesse caso o valor de encontrado foi  $d = 2,6266$ . Comparando-o com os valores críticos da tabela Durbin-Watson,  $dL$  e  $dU$ , obtém-se:  $n=12$ ,  $K= 1$  e a um nível de significância de 5% , os valores críticos da tabela de Durbin-Watson serão:

$$dL= 1,08 \quad dU=1,36$$

Já que nosso  $d$  calculado é  $2,6266$ , ele está entre  $du=1,36$  e  $4-du$  (quando  $\rho=0$ ), não rejeitando  $H_0$ , isto é, não havendo presença de autocorrelação, como já suspeitávamos no gráfico.

### **9.3 Análise gráfica ente preços Bradesco x Nossa Caixa:**

Aqui utilizamos o preço das ações do banco Bradesco como variável “Y” e o preço das ações da Nossa Caixa como variável explicativa “X”. A análise gráfica nos mostra a possível inexistência de um padrão sistemático, ou seja ,

quando não existe autocorrelação. O teste de Durbin Watson nos mostra os resultados a seguir:  $\hat{R} = -0,31333$ . Calculamos o valor  $d = 2,6266$ . Compara-se o valor obtido para a estatística  $d$  com os valores críticos da tabela de Durbin-Watson,  $dL$  e  $dU$  e toma-se a decisão recorrendo à tabela Durbin Watson e comparando-os, com  $n=12$ ,  $K=1$ , 5% de significância, os valores críticos da tabela de Durbin-Watson são  $dL = 1,08$  e  $dU = 1,36$ .

Uma vez que  $d=2,6266$  está entre  $dU=1,36$  e 2 (quando  $\hat{r} = 0$ ), verificamos que não há presença de autocorrelação, como suspeitávamos através da análise gráfica.

## 10. Uso de variáveis Binárias (“Dummy”)

Como o período em análise engloba um ano no qual o mundo passou por uma recessão, pareceu-me prudente a utilização de variáveis binárias para testar possíveis mudanças nos lucros dos respectivos bancos dados uma variação nos preços das ações.

Para tanto introduziremos nossa variável binária a partir de agosto de 2008

$D=0$ , antes da crise

$=1$ , depois da crise

A partir da regressão gerada no excel temos os seguintes resultados:

---

*Coeficientes*

---



Interseção 3599,323977

Variável X 1 -6,063668519

Variável X 2 3358,204219

---

Seja o modelo :

$$Lt = + Pt +$$

Nosso modelo aplicado para o banco Bradesco, antes da crise é :

$$Lt = 3599,324 - 6,06337 Pt$$

Com a variável binária temos :

$$Lt = + Pt + D+$$

$$Lt = 3599,324 - 6,06337 Pt + 3358,204$$

Nossa suspeita ao introduzirmos a análise com a “dummy” era a de que no período de ocorrência de uma recessão, naturalmente deparar-nos-íamos com uma diminuição dos preços (como mostrado em nossos resultados) e conseqüentemente o mesmo ocorreria com o lucro da empresa referida.

No entanto, a variável em questão nos mostrou que mesmo no período de crise, compreendido entre o terceiro e quarto trimestre de 2008, foi possível não somente a manutenção dos lucros com também uma elevação destes, que como mostrada na equação refere-se ao valor 3358,204.

## 11. Curiosidades – Problema da Regressão Espúria

Poderíamos termos nos dado por satisfeito neste trabalho. Mas, algo de suma importância não fora comentado e farei breves colocações neste momento.

No momento em que fizemos os testes para verificarmos se havia ou não

co-integração entre as estimativas não-estacionárias, poderíamos verificar se havia ou não o fenômeno da regressão espúria ou regressão sem sentido, que foi inicialmente descoberta por Yule. Ele mostrou que a correlação (espúria) pode persistir em séries temporais não-estacionárias mesmo quando a amostra é muito grande, isto é, que existe algo de errado na regressão precedente e é indicado pelo valor extremamente baixo do valor 'd' de Durbin-Watson, que sugere uma forte autocorrelação de primeira ordem. Segundo Grangere Newbold, um  $R^2$  maior que 'd' é um bom método empírico para suspeitar que a regressão estimada seja espúria. Assim, em nosso desenvolvimento, embora tanto  $L_t$  e  $P_t$  do Bradesco apresentem d menor que seu  $R^2$ , mostrando que a regressão não é espúria. O  $R^2$  é muito baixo, como deveria ser, e que o 'd' de Durbin Watson está em torno de 2 - o mesmo vale para a comparação entre os preços que fizemos. Não comparamos os preços e os lucros do banco Nossa Caixa devido aos problemas com os dados e com a regressão.

## **12. Conclusão**

Infelizmente, não conseguimos fazer uma comparação dos bancos Nossa Caixa e Bradesco, que são do nível do Novo Mercado e Nível um, respectivamente, visto que houve problemas com a regressão do Nossa Caixa. Dessa forma, tiramos nossas análises baseadas no Banco Bradesco.

Os níveis diferenciados de governança corporativa surgem devido às assimetrias de informação. Para tentar solucionar tais questões, os níveis diferenciados de governança tentam suprir tal assimetria com a divulgação de

suas informações referentes ao lucro. Mas, isso é teoricamente. Empiricamente, sem embargo, obtemos as nossas expectativas, inclusive no período da recessão mundial do fim do ano de 2008 e que usamos uma variável auxiliar *dummy* para tentar captar uma possível queda no lucro. No entanto, obtivemos um aumento substancial deste, mostrando que as empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa se sobressaíram em momentos complicados do mercado financeiro.

Também pudemos algo notável na comparação dos preços das ações dos dois bancos. Percebemos que um aumento de uma unidade do preço do Banco Bradesco, o preço do Banco Nossa Caixa tenderá a cair, mostrando – utilizando o instrumento microeconômico da Teoria dos Jogos – que há um “jogo” não cooperativo, isto é, possivelmente o Banco Nossa Caixa tentará “captar” os investidores que se sentirem “desestimulados” a investirem no Bradesco com tal aumento.

### **13.Fontes Consultadas**

BAINBRIDGE, Stephen (2008) **The New Corporate Governance in Theory and Practice**. Oxford University Press.

BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. **Corporate Governance and Firm Performance**. Atlanta, United States: University of Georgia, School of Accountancy, dezembro, 2004. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=586423](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=586423)  
Acesso em: 02/09/2011.

BLANCHARD, Olivier (1997) **Macroeconomia: Teoria e Política Econômica**. Rio

de Janeiro: Campus, 1999.

GUJARATI, D. ***Econometria Básica***. Campus Elsevier, 2006.

KEYNES, John Maynard ***A teoria geral do emprego do juro e da moeda***. São Paulo: Atlas, 1982.

MACEY, R. Jonathan (2008) **Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken**. Princeton University Press.

OLIVEIRA, Gabriel H. **Consolidação do Novo Mercado: Análise dos Custos e Benefícios das Boas Práticas de Governança Corporativa**. São Carlos: USP- Escola de Engenharia de São Carlos, 2008.

PINDYCK, Robert S., RUBINFELD, Daniel, L. ***Microeconomia*** – 6ª edição. São Paulo: Prentice Hall do Brasil, 2005.

QUILIMARTE, Alan, **Governança Corporativa e Assimetria Informacional: Uma Investigação do Desempenho de Empresas de Capital aberto no Brasil**, São Carlos: USP- Escola de Engenharia de São Carlos, 2007.

ROMANO, Roberta (2010) **The Foundations of Corporate Law**. Princeton University Press.

SHLEIFER, A. VISHNY, R. W. **A Survey of Corporate Governance**. The Journal of Finance, v. 52, n. 2. Junho/1997.

SIRQUEIRA, Aieda B., **Governança Corporativa e Otimização de Portfólios: A relação entre Risco e retorno e Boas Práticas de Governança**, São Carlos: USP- Escola de Engenharia de São Carlos, 2007

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. ***Introdução à Econometria – uma abordagem moderna*** . Cambridge Mass.: MIT Press, c2002

A Nova Bolsa de São Paulo – BM&F BOVESPA

Disponível em [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)

Acesso em 07/10/2011 às 13:00.

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Disponível em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Acesso em 10/10/2011 às 8:35.

Demonstração dos resultados do exercício (DRE) – Banco Bradesco

Disponível em [www.bradescori.com.br](http://www.bradescori.com.br)

Acesso em 25/11/2009 às 14:35.

Demonstrações financeiras – Banco Nossa Caixa

Disponível em : [www.nossacaixa.com.br/ri](http://www.nossacaixa.com.br/ri)

Acesso em 26/11/2009 às 13:00.

Histórico de ações e índices – Banco Bradesco

Disponível em [www.bradescori.com.br](http://www.bradescori.com.br)

Acesso em 25/11/2009 às 14:35.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

Disponível em [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)

Acesso em 09/08/2011 às 14:00.

## **14. ANEXOS**

### **14.1. Lucros e Preços Banco Bradesco**

período	Preço		<i>dummy</i>	Lucros (trimestrais)			
	Lt	Pt		Delta Lt	Delta Pt	Lt-1	Pt-1
2004.1	608,7	14,81	0				
2004.2	1250	107,01	0	641,3	92,20	608,7	14,81
2004.3	2002,4	116,21	0	752,4	9,20	1250	107,01
2004.4	3060,2	125,13	0	1057,8	8,92	2002,4	116,21
2005.1	1205,4	62,87	0	-1854,8	-62,26	3060,2	125,13
2005.2	2621,3	69,47	0	1415,9	6,60	1205,4	62,87
2005.3	4051,5	86,18	0	1430,2	16,71	2621,3	69,47
2005.4	5514,1	89,22	0	1462,6	3,04	4051,5	86,18
2006.1	1530,3	22,32	0	-3983,8	-66,90	5514,1	89,22
2006.2	3132,4	20,51	0	1602,1	-1,81	1530,3	22,32
2006.3	3351,2	19,86	0	218,8	-0,65	3132,4	20,51
2006.4	5054	22,896	0	1702,8	3,04	3351,2	19,86
2007.1	1705,3	25,11	0	-3348,7	2,21	5054	22,896
2007.2	4006,6	28,73	0	2301,3	3,62	1705,3	25,11
2007.3	5816,8	30,83	0	1810,2	2,10	4006,6	28,73
2007.4	8009,7	33,48	0	2192,9	2,65	5816,8	30,83
2008.1	2102,5	28,7	0	-5907,2	-4,78	8009,7	33,48
2008.2	4104,9	30,18	0	2002,4	1,48	2102,5	28,7
2008.3	6015,2	26,18	1	1910,3	-4,00	4104,9	30,18
2008.4	7620,2	19,94	1	1605	-6,24	6015,2	26,18

Fonte: Demonstrações Financeiras período inicial jan/2004 e final dez/2008



Unidades: Lucros: em unidades milésimas.

Atualizado em: novembro/2009.

#### **14.2. Lucros e Preços Banco Nossa Caixa**

<b>Período</b>	<b>Lucros</b>	<b>Preço das ações (média</b>
	<b>Acumulados</b>	<b>mensal)</b>
	<b>Lt</b>	<b>Pt</b>
2006.1	1.182,095	47,50
2006.2	1.182,200	45,33
2006.3	1.182,305	48,08
2006.4	0,419	48,06
2006.5	0,524	47,50
2006.6	0,629	42,13
2006.7	184,574	46,39
2006.8	184,678	43,73
2006.9	184,783	44,05
2006.10	184,888	50,27
2006.11	184,993	51,29
2006.12	185,098	48,76
2007.1	261,271	44,63
2007.2	261,387	41,48

2007.3	251,492	35,67
2007.4	0,431	31,80
2007.5	0,535	32,81
2007.6	0,540	32,16
2007.7	263,054	31,81
2007.8	235,370	29,73
2007.9	204,567	27,68
2007.10	193,942	29,81
2007.11	194,308	28,85
2007.12	184,915	26,88
2008.1	265,293	24,20
2008.2	285,249	25,58
2008.3	291,807	22,23
2008.4	122,823	26,11
2008.5	495,067	36,75
2008.6	423,319	40,16
2008.7	450,688	41,69
2008.8	481,726	39,55
2008.9	412,053	35,13
2008.10	446,187	30,58
2008.11	437,310	52,25
2008.12	437,66	51,12

### 14.3. Preços Banco Bradesco e Nossa Caixa – trimestrais

<b>Pt – Trim. (Nossa Caixa)</b>	<b>Pt – Trim. (Bradesco)</b>	<b>Delta Pt – (N. Caixa)</b>	<b>Delta Pt – (Bradesco)</b>	<b>Pt-1 (N. Caixa)</b>	<b>Pt-1 (Bradesco)</b>
47,79	22,32				
45,10	20,51	-2,70	-1,81	47,79	22,32
45,22	19,86	0,13	-0,65	45,10	20,51
49,51	22,896	4,29	3,036	45,22	19,86
40,15	25,11	-9,37	2,214	49,51	22,896
31,98	28,73	-8,16	3,62	40,15	25,11
29,75	30,83	-2,24	2,1	31,98	28,73
28,34	33,48	-1,40	2,65	29,75	30,83
23,21	28,7	-5,13	-4,78	28,34	33,48
33,13	30,18	9,92	1,48	23,21	28,7
38,41	26,18	5,27	-4	33,13	30,18
41,42	19,94	3,01	-6,24	38,41	26,18

Fonte: Histórico de ações e índices, período inicial jan/2004e final dez/2008.

Unidades: Atualizado em: novembro/2009

#### **14.4. Gráficos**

Banco Nossa Caixa.

Banco Nossa Caixa.

Banco Bradesco

Banco Bradesco.