



Separação do Processo Decisório dos Bancos com Capital Aberto na BM&FBOVESPA

Separation of the Decision Making Process of Banks Traded on the BM&FBOVESPA

Luiza Franco de Souza¹, Davi Rogério de Moura Costa²

RESUMO

Governança corporativa é definida como um conjunto de práticas utilizadas para melhorar o desempenho de uma organização ao proteger as partes interessadas e facilitar o acesso ao capital, minimizando, assim, os problemas de agência. A separação do processo decisório é tida como importante para a sobrevivência das organizações complexas e com estrutura de propriedade difusa ao controlar os problemas originados pela delegação dos direitos de controle, restringindo a possibilidade de desapropriação dos investimentos. Considerando a dualidade como a concentração das decisões de gestão e controle em um mesmo indivíduo, espera-se que organizações complexas e com estrutura de propriedade difusa obtenham melhor desempenho se não apresentarem dualidade. Este estudo tem como objetivo investigar os potenciais determinantes da separação do processo decisório das instituições financeiras com capital aberto na BM&FBOVESPA. Foram coletados dados de bancos brasileiros listados na bolsa e foi analisada a ocorrência de dualidade. Na sequência, foram investigados possíveis fatores que determinam a unificação dos cargos de CEO e Chairman. Os resultados, para a amostra, apontam que bancos complexos tendem a separar o processo de decisão. Entretanto, a separação, diferente do pressuposto teórico, não necessariamente leva a um melhor desempenho das instituições. Ainda, a estrutura de propriedade difusa implica em menor probabilidade de separação dos cargos de CEO e Chairman. Os resultados instigam novas pesquisas e uso de outras variáveis, já que os fatores relacionados ao desempenho e à estrutura de propriedade apresentam implicações opostas às que são esperadas na teoria. É possível que problemas de tamanho da amostra tenham efeito sobre os resultados da pesquisa. Todavia, este trabalho explora um tema relativamente pouco estudado e introduz um novo paradigma de pesquisa.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Dualidade; Complexidade.

ABSTRACT

Corporate Governance is defined as a set of practices used to improve the performance of an organization in protecting stakeholders and facilitating access to capital, minimizing agency problems. The disaggregation of the decision making process is seen as important for the survival of organizations with complex and diffuse ownership structures by reining in problems arising from the delegation of control rights and restricting the possibility of expropriation of investments. Considering duality to mean the concentration of management and control decisions in the same individual, it is expected that organizations with complex and diffuse ownership structures will obtain better performance if they present no duality.

¹ Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto – FEARP/USP – Avenida Bandeirantes, 3900, Monte Alegre, CEP 14040-905, Ribeirão Preto, São Paulo, Brasil. - luizafs01@gmail.com

² Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto – FEARP/USP – Ribeirão Preto, São Paulo, Brasil. - dmouracosta@usp.br

This study investigates the potential factors determining separation in the decision making process of financial institutions traded on the Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo – BM&FBOVESPA. We collected data on the Brazilian banks listed at BM&FBOVESPA and analyzed the occurrence of duality. Subsequently, we investigated the factors that might determine unification of the positions of CEO and Chairman. The results for the sample show that complex banks tend to split the decision making process between the two positions. However, contrary to the theoretical assumption, we found that mere separation of the decision making process does not necessarily lead to better performance results. In addition, diffuse ownership structure was associated with lower probability of separation of the positions of CEO and Chairman. These findings instigate new research and the use of other variables, since the factors related to performance and ownership structure have opposite implications to what the theory suggests. It is possible that statistical problems related to sample size affected the results of this research. Nonetheless, this article explores a little-studied topic and introduces a new paradigm for research.

Keywords: *Corporate Governance; Duality; Complexity.*

1 INTRODUÇÃO

Governança corporativa é definida por Shleifer e Vishny (1997, p. 737) como o “conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento”. Já La Porta, Shleifer, Lopes-de-Silanes e Vishny (2000), argumentam que a governança corporativa é um conjunto de regras com a finalidade de proteger os investidores externos (acionistas) da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores).

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2002) entende a governança como um conjunto de práticas que visam melhorar o desempenho de uma organização ao proteger todas as partes interessadas – investidores, empregados e credores –, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa envolve, principalmente, transparência, prestação de contas e equidade de tratamento dos acionistas.

Jensen e Meckling (1976) utilizam a teoria da agência para fundamentar a governança corporativa, explicando os conflitos decorrentes da relação contratual entre gestores e acionistas. Esta relação contratual ocorre entre agentes com racionalidade limitada e motivados ao comportamento oportunista (Williamson, 1984). Ainda, trata-se de uma relação com probabilidade de existência de informação assimétrica entre as partes e norteadas por contratos incompletos (Grossman & Hart, 1986).

O problema de agência surge dos conflitos de interesse entre gestores e acionistas, devido à separação da propriedade e do controle das empresas, que se trata de uma estratégia utilizada para reduzir os problemas de *shirking* ou custo de tomada de decisão coletiva (Alchian & Demsetz, 1972; Hansmann, 1996). A separação é concretizada, segundo Costa, Chaddad e Azevedo (2013), à medida que os proprietários delegam parte do seu direito de controle ao conselho de administração (CA).

O CA atua, portanto, como um mecanismo de defesa do interesse dos proprietários (acionistas) e deve desenvolver instrumentos para mitigar os conflitos de interesse e assegurar que as decisões de gerenciamento levem em conta os desejos dos acionistas.

Aliados à atuação do CA, existem mecanismos internos de estrutura de propriedade, como o grau de concentração de ações por parte dos acionistas, a identidade dos acionistas controladores (estatal, familiar, estrangeiro) e a remuneração dos gestores e mecanismos externos, como ambiente legal e regulatório, padrões contábeis exigidos (obrigatoriedade da divulgação de informações periódicas sobre a companhia), controle pelo mercado de capitais

(adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA) e pressões de mercados competitivos (agências de *rating* e presença de um mercado de trabalho competitivo) que são elementos importantes para reduzir os conflitos de agência (Okimura, 2003; Silveira, Barros & Famá, 2003).

Em muitas empresas, um mesmo agente econômico pode ocupar tanto o cargo de Diretor Presidente (CEO) quanto o de Presidente do Conselho (*Chairman*). Essa unificação dos cargos é denominada dualidade e tem sido alvo de preocupação de acionistas que defendem que a dualidade do CEO leva a um pior desempenho da organização.

O principal benefício da separação dos cargos é o controle do problema de agência à medida em que há a separação do processo decisório nas grandes organizações e existem arranjos institucionais que desvinculam as decisões de controle das decisões de gestão. O CA, representado pelo *Chairman*, geralmente tem o poder de contratar, demitir e compensar gestores e ratificar e monitorar as decisões importantes. Assim, o CA não será um dispositivo eficaz caso não consiga limitar as decisões do CEO (Brickley, Coles & Jarrel, 1997; Fama & Jensen, 1983).

Na literatura há uma indefinição de que a separação do processo decisório leva a um aumento do desempenho das organizações. Em empresas cujo *Chairman* também é o principal acionista controlador, então a unificação dos cargos é mais eficiente, pois as informações relevantes para a tomada de decisão se encontram concentradas. Porém, em organizações grandes e complexas, a separação dos cargos gera maiores benefícios por meio da especialização dos papéis do *Chairman* e do CEO (Alchian & Demsetz, 1972; Brickley *et al.*, 1997; Fama & Jensen, 1983).

Em geral, a maioria dos estudos sobre governança corporativa possui como foco as instituições não financeiras. Entretanto, os bancos são os principais fornecedores de recursos financeiros para empresas, projetos, negócios, entre outros serviços financeiros para a população em geral. As decisões de investimentos dos bancos são de grande relevância para o crescimento e estabilidade econômica de um país, sendo fundamental que os mesmos apresentem um sistema de governança corporativa eficiente para seguirem com bom desempenho e garantirem a continuidade de suas operações (Allen & Gale, 2000; Levine, 2006).

A presente pesquisa investiga quais os possíveis determinantes da separação entre *Chairman* e CEO dos bancos com capital aberto na BM&FBOVESPA. Sobretudo, explora se a estrutura de propriedade dispersa, a complexidade das organizações e o desempenho corporativo afetam a probabilidade da adoção de uma estrutura caracterizada como dual. Em outras palavras, investiga se os bancos listados na BM&FBOVESPA separam as decisões de gestão e controle, obtendo, assim, um melhor desempenho, conforme pressuposto teórico prevalente na teoria de economia de organizações.

Tendo em vista o objetivo da pesquisa, é formulada a seguinte pergunta: A estrutura de propriedade dispersa, a complexidade e o desempenho têm poder explicativo sobre a separação do processo decisório nos bancos listados na BM&FBOVESPA?

Assim, de forma a operacionalizar a investigação, pretende-se proceder ao seguinte teste de hipótese:

H₀: Maior dispersão na estrutura de propriedade, maior grau de complexidade e melhor desempenho aumentam a probabilidade de separação dos cargos de CEO e *Chairman* nas organizações bancárias.

Como a maioria dos estudos sobre governança corporativa possui como foco as instituições não financeiras, a contribuição deste trabalho é aumentar o conhecimento sobre a

questão da dualidade do CEO, considerando o desempenho, a complexidade e a estrutura de propriedade dos bancos brasileiros com capital aberto na BM&FBOVESPA, além de instigar maiores discussões sobre o tema, tendo em vista as instituições financeiras e a importância do sistema financeiro mundial.

O texto está dividido em cinco partes: introdução, referencial teórico, metodologia e dados da amostra, resultados e considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Jensen e Meckling (1976) definem a empresa como um conjunto ou nexo de contratos entre os indivíduos, em que o comportamento do indivíduo nas organizações depende da natureza desses contratos. Esses contratos, ou “regras do jogo”, especificam os direitos de cada agente na organização e o critério de desempenho em que os agentes serão avaliados (Fama & Jensen, 1983).

Assim, de acordo com os autores, os proprietários estabelecem uma relação de agência a partir de um contrato sob o qual uma ou mais pessoas – proprietário ou principal – conferem a outra – empregado ou agente – o direito de executar algum serviço para as mesmas, ocorrendo uma delegação de autonomia decisória. Entretanto, dado que ambos os indivíduos são maximizadores de uma função utilidade, nem sempre os agentes (gestores) agirão de acordo com o principal (acionistas).

Dada a relação dos acionistas e gestores, para limitar as divergências de interesses, os acionistas devem incorrer em custos de monitoramento das atividades do gestor e de concessão de garantias contratuais. Estes custos são necessários para o alinhamento de interesses e foram chamados por Jensen e Meckling (1976) de custos de agência.

Quando há multiplicação de proprietários por meio de participações acionárias, há a necessidade de separação entre propriedade e controle. Com a propriedade da riqueza corporativa difundida entre diversos indivíduos (acionistas), maior a separação entre propriedade e controle e maior a chance de as empresas sobreviverem se os proprietários elegerem o Conselho de Administração e lhe delegarem o direito de controle sobre a organização (Alchian & Demsetz, 1972; Berle & Means, 1932).

A separação entre decisões de gestão e decisões de controle ajuda a mitigar os problemas de agência, restringindo a possibilidade de os gestores desapropriarem os acionistas e, assim, garantir a sobrevivência das organizações. Como atividade das decisões de gestão, Fama e Jensen (1983) propõem a iniciação e implantação das decisões, geralmente alocadas ao CEO. Como atividade das decisões de controle, há a ratificação e o monitoramento por parte do CA.

O problema analisado por Fama e Jensen (1983) passa a ser a determinação da eficiência entre separar as decisões de gestão e de controle ou combinar as duas funções no mesmo agente. Para isto, deve-se analisar a complexidade das organizações, que varia de acordo com a composição da organização e a dispersão do conhecimento específico e relevante para a tomada de decisão, dado o custo de transferência deste conhecimento (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1995).

Para Simon (1962), um ambiente pode ser definido como complexo se for composto de diferentes subsistemas que se dividem em outros subsistemas e se houver uma relação hierárquica entre eles. Complementando esta ideia, Jensen e Meckling (1995) sugerem que o conhecimento pode ser específico ou geral. Se na tomada de decisão o valor gerado pelo conhecimento for maior do que seu valor em uso alternativo, tem-se um conhecimento específico; caso contrário, o conhecimento é geral. Portanto, uma organização será complexa se atender às características observadas por Simon (1962) e se o conhecimento for específico.

Quando as organizações apresentam estrutura de propriedade difusa e são complexas, elas têm maior probabilidade de sobreviver se separarem as decisões de controle e gestão entre principal e agente (Alchian & Demsetz, 1972; Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976). Essa separação gera benefícios por meio da especialização dos papéis de proprietários (acionistas) e gestores. Os acionistas se especializam em assumir os riscos do investimento enquanto os gestores se especializam na administração da organização. As organizações não complexas apresentam ganhos de eficiência quando os direitos para gerir e controlar as decisões são combinadas em um ou alguns agentes, pois os benefícios da partilha de riscos e da especialização das funções de decisão são inferiores aos custos que seriam incorridos para controlar os problemas de agência resultantes (Fama & Jensen, 1983).

Jensen e Meckling (1995) também argumentam que, em organizações complexas, a separação do processo decisório é um requisito para garantir a sobrevivência da organização. As limitações das habilidades e mentes humanas tornam impossíveis para uma única pessoa reunir todas as informações importantes e necessárias para a tomada de decisão. Ao delegar os direitos de decisão, o indivíduo com o conhecimento necessário passa a ter autoridade para executar a função em particular. Entretanto, a delegação de autoridade pode gerar o problema de agência, pois os indivíduos são autointeressados e suas funções objetivo podem divergir. Assim, um sistema de controle é necessário para motivar os agentes a utilizar seus conhecimentos específicos e os direitos de decisão de forma adequada.

O nível ótimo de descentralização das decisões da organização depende de fatores como tamanho da empresa, informação tecnológica, taxa de mudança do ambiente e regulamentação governamental. Em geral, conforme aumenta o tamanho da empresa, a soma dos custos devidos à falta de informação e conhecimento e devidos às divergências de objetivos aumenta. Quando os custos marginais da falta de informação crescem mais rapidamente com o tamanho da empresa do que os custos marginais da divergência de interesses, o grau ótimo de descentralização aumenta (Jensen & Meckling, 1995).

Baysinger e Hoskisson (1990) distinguem a corporação ampla e aberta dos outros tipos de organizações por meio da separação quase completa das decisões de gestão, controle e risco residual. Assim, concordam com Fama e Jensen (1983) no que diz respeito à eficiência da separação entre decisão de gestão e de controle. Para os autores, a principal vantagem dessa separação é a atribuição de um menor custo às partes que suportam o risco residual, pois os acionistas individuais se tornam capazes de minimizar os efeitos das perdas da empresa ao manter um pequeno número de ações em empresas não relacionadas (diversificação). Com a separação, o responsável pelas decisões de controle passa a ser o Conselho de Administração da organização, já o responsável pelas decisões de gestão passa a ser o CEO, contratado para desempenhar o maior cargo hierárquico de direção.

A dualidade é um conceito importante que envolve o CEO e apresenta duas diferentes definições. Brickley *et al.* (1997) utilizam o conceito de dualidade presente em Hamilton (1788) e definem a estrutura de liderança unitária, para os casos em que o CEO e o *Chairman* são a mesma pessoa, e estrutura de liderança dupla, para os casos em que as duas posições são exercidas por indivíduos diferentes, ou seja, eles utilizam o termo para se referir a dois líderes ocupando cargos diferentes. Já Kwok (1998) emprega o termo dualidade quando há unificação dos cargos de CEO e *Chairman* em um mesmo indivíduo. Neste estudo, será utilizada a definição de dualidade presente em Kwok (1998), em que há dualidade quando o CEO e o *Chairman* são o mesmo indivíduo.

Estes, entre outros autores, estudaram a questão da dualidade para verificar se o fato de o CEO e o *Chairman* serem a mesma pessoa leva a problemas de agência e a um pior desempenho financeiro das empresas.

Brickley *et al.* (1997) encontraram evidências de que era comum nas grandes empresas americanas o *Chairman* ser o antigo CEO ou uma pessoa envolvida com a empresa e que, em períodos de transição do CEO, eles dividiam os títulos. Entretanto, a maioria das empresas revertia para uma estrutura unitária com o tempo. Segundo os autores, este fato é responsável por confundir as interpretações dos estudos que comparam desempenho de empresas com estruturas de liderança diferentes.

Ao contrário de estudos como o de Pi e Timme (1993) e Baliga, Moyer e Rao (1996), os autores não encontraram nenhuma evidência de que a estrutura de liderança unitária está associada a um maior retorno do mercado. Para eles, a prática de combinar os títulos de CEO e *Chairman* é eficiente e geralmente consistente com os interesses dos acionistas para as típicas grandes empresas americanas. Além disso, eles revelam que a separação entre o CEO e o *Chairman* tem potenciais custos que normalmente são maiores que os benefícios da separação, para a maioria das grandes empresas.

Kwok (1998), em seu artigo, encontra resultados empíricos sugerindo que empresas com maiores custos de agência são mais propensas a escolherem a divisão das posições, corroborando com a visão de divisão de posições como um meio de administrar os problemas de agência. Entretanto, não conseguiu comprovar que essa divisão leva a um melhor desempenho da empresa.

Em geral, os benefícios da divisão das posições podem ser específicos de cada empresa, não existindo um benefício líquido a ser capturado por todas as empresas que decidam simplesmente dividir posições, independentemente de suas características fundamentais (nível de problemas de agência, assimetria de informações, estrutura de propriedade, etc.).

2.1 Governança Corporativa em Bancos

Ao contrário das instituições não financeiras, as captações de recursos dos bancos advêm, principalmente, de investidores não acionistas, que aplicam seus recursos em operações como certificados de depósitos bancários e títulos de valores mobiliários (Macey & O'Hara, 2003).

Mülbert (2009) apresenta as principais diferenças dos bancos em relação às empresas: (i) maior grau de alavancagem dos bancos; (ii) maior liquidez dos ativos; (iii) menor clareza nas informações divulgadas no Balanço Patrimonial, como exemplo o autor cita que a qualidade dos empréstimos bancários não é facilmente observável, enquanto a qualidade dos ativos de empresas de outros segmentos, em especial os ativos físicos, é mais facilmente discernível por terceiros; (iv) maior conexão dos bancos entre si, ou seja, os bancos apresentam maior frequência de operações com outros bancos; (v) maior carteira de derivativos e investimentos de maior risco; e (vi) comprometimento de sua liquidez, já que estão mais vulneráveis à corrida bancária de saques. Segundo o autor, os bancos necessitam de um sistema de governança corporativa mais eficiente e regulamentações mais rígidas para reduzir os riscos de continuidade de suas operações, principalmente em períodos de crise.

Assim como nas instituições não financeiras, os bancos com ações negociadas em bolsa também seguem as instruções da CVM, utilizando mecanismos internos e externos de governança corporativa. Como mecanismos internos, os bancos oferecem remunerações atraentes e bônus para seus executivos para um melhor controle interno. As agências reguladoras do Sistema Financeiro atuam como mecanismos externos e possuem como principal preocupação a diminuição dos riscos atrelados à atividade bancária, evitando as crises de confiança que podem levar a um risco sistêmico, além de manter certo grau de credibilidade das instituições financeiras junto a seus depositantes e financiadores.

As resoluções do Conselho Monetário Nacional (CMN) e os normativos do Banco Central (BACEN) contribuem para a adoção de práticas que visam à diminuição de conflitos de interesses entre gestores e outras partes interessadas (Alves & Alves, 2009).

O Comitê da Basileia, composto por representantes dos bancos centrais e por autoridades com responsabilidade formal sobre a supervisão bancária dos países membros do G-10, foi criado em 1974 para elaborar padrões de supervisão, recomendações e princípios para melhores práticas no mercado financeiro. O Comitê não possui autoridade formal para supervisão internacional, mas tem a finalidade de induzir comportamento nos países membros.

O Acordo da Basileia III, divulgado em 2013, tem como objetivos aperfeiçoar a capacidade das instituições financeiras de absorver choques, fortalecendo a estabilidade financeira e a promoção do crescimento econômico sustentável, sendo um importante avanço na regulação bancária internacional.

Tanto as premissas do Comitê da Basileia, quanto às resoluções do CMN e os normativos do BACEN são importantes para reduzir os riscos das instituições e de todo o Sistema Financeiro.

3 METODOLOGIA E DADOS DA AMOSTRA

Foram coletados dados de 29 bancos brasileiros com ações negociadas na BM&FBOVESPA, entretanto alguns bancos não apresentaram dados suficientes para a construção de todas as variáveis do modelo, reduzindo, assim, o tamanho total da amostra para 21 observações. A amostra não pode ser considerada representativa para toda a população, pois foi selecionada a partir de um determinado critério, não podendo mais ser generalizada.

Alfa Holdings S.A.	Banco Indusval S.A.
Banestes S.A. – Banco Espírito Santo	Banco Mercantil do Brasil S.A.
Banco ABC Brasil S.A.	Banco Nordeste do Brasil S.A.
Banco Amazônia S.A.	Banco Panamericano S.A.
Banco Bradesco S.A.	Banco Pine S.A.
Banco Brasil S.A.	Banco Santander Brasil S.A.
Banco Cruzeiro do Sul S.A.	Banco Sofisa S.A.
Banco Daycoval S.A.	BRB Banco de Brasília S.A.
Banco Estado de Sergipe S.A. – Banese	Itaú Unibanco Holding S.A.
Banco Estado do Rio Grande do Sul S.A.	Paraná Banco S.A.
Banco Industrial e Comercial S.A.	

Quadro 1: Bancos que fizeram parte da amostra do estudo

Fonte: Elaboração própria

Utilizaram-se dados com data-base de dezembro de 2011, coletados junto ao banco de dados Econômica, relatório “50 maiores bancos e o Consolidado do Sistema Financeiro Nacional” do BACEN, Divulgação Externa ITR/DFP/IAN da Comissão de Valores Mobiliários e histórico de cotações da BM&FBOVESPA. Para os testes estatísticos, foi utilizado o programa Stata, considerando os dados em *cross section*.

O estudo utiliza uma regressão do tipo *probit*, procurando investigar os principais determinantes da dualidade do CEO, ou seja, os fatores que fazem com que alguns bancos

apresentem uma estrutura dual enquanto outros bancos não, dado um mesmo ambiente contratual.

O modelo *probit* foi escolhido por permitir estimações com probabilidades de eventos, em que a variável dependente é uma variável binária (0,1) (Greene, 2002). A partir de uma distribuição normal, o modelo *probit* pode ser obtido da seguinte forma:

$$Prob(Y = 1 | x) = \int_{-\infty}^{x'\beta} \phi(t)dt = \Phi(x'\beta) \quad (1)$$

Em (1), x é um vetor que contém os fatores que explicam a variável dependente e β também é um vetor de parâmetros que reflete o impacto de mudanças em x y. Assume-se que há uma distribuição normal dos dados (μ, σ^2).

Com base na literatura sobre governança corporativa e dualidade, em especial o estudo de Fama e Jensen (1983), foram identificados os seguintes determinantes potenciais da dualidade do CEO a serem testados: estrutura de propriedade dos bancos, complexidade e desempenho corporativo. Como variáveis de controle, foram incluídos o desvio-padrão das ações e uma *dummy* indicando se os bancos estão presentes em algum nível de governança corporativa da BM&FBOVESPA ou se estão no Mercado Tradicional (MT). As justificativas para a escolha destes possíveis determinantes são apresentadas no Quadro 2 e no Quadro 3.

A análise estatística compreende regressões utilizando os estimadores de máxima verossimilhança para os bancos brasileiros com capital aberto na BM&FBOVESPA, de acordo com o seguinte modelo geral:

$$dual_i = \alpha + \beta_1 graudisp_i + \beta_2 complex_i + \beta_3 desemp_i + \beta_4 desvpd_i + \beta_5 bov_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

No modelo, tem-se que i representa o i -ésimo banco e ε_i é o termo de erro que capta as variáveis não observáveis.

É importante destacar que, no modelo *probit*, os efeitos sobre o valor médio da variável dependente para uma mudança unitária no valor da variável independente não são medidos pelos coeficientes da regressão (β). Para obter esse efeito, denominado efeito marginal, é necessário derivar a função densidade acumulativa normal para cada observação (Lima, 1996). Assim, o efeito marginal é obtido da seguinte forma:

$$\frac{\partial P_i}{\partial x_{ji}} = f(X_i'\beta)\beta_j \quad (3)$$

Em que i representa o i -ésimo banco decorrente de uma alteração unitária na j -ésima variável independente e $f(X_i'\beta) = \frac{dF(X_i'\beta)}{d(X_i'\beta)}$ representa a função densidade de probabilidade da distribuição normal.

Deste modo, o efeito marginal para uma variável independente representa uma alteração na probabilidade de um evento ocorrer quando o valor desta variável muda. Como a função de densidade é não negativa, então a direção do efeito marginal irá depender do sinal de β_j .

A dualidade do CEO, apontada no modelo, é representada por uma variável binária indicando se o cargo de CEO e *Chairman* é ocupado pela mesma pessoa. Assim, se CEO = *Chairman*, então dual = 1; e zero, caso contrário. Esta informação foi coletada nos formulários de referência dos bancos com ações na BM&FBOVESPA, contidos no *site* da CVM, em que constam os nomes do CEO e do *Chairman*.

As variáveis independentes utilizadas como *proxies* para estrutura de propriedade, complexidade e desempenho, assim como as justificativas para suas escolhas e as formas de cálculo, são demonstradas no Quadro 2.

	Descrição	Legenda	Justificativa	Cálculo
Estrutura de Propriedade	Grau de Dispersão das Ações	Graudisp	Conforme Demsetz e Lehn (1985), organizações em que uma pequena parte ou apenas um dos proprietários concentra a posse de capital, tem-se uma estrutura de propriedade concentrada. Entretanto, se há uma elevada quantidade de donos e nenhum deles detém parte relevante do capital, tem-se uma estrutura de propriedade difusa.	$\text{Graudisp} = (1 - x\%)$ em que x% representa a porcentagem de ações em posse do acionista controlador. Quanto mais próximo de 0, mais concentrada a estrutura de propriedade do banco e quanto mais próximo de 1, mais dispersa.
Complexidade	Número de Funcionários	n. func	De acordo com Jensen & Meckling (1995), espera-se que quanto maior o número de funcionários, maiores os custos de alocação dos direitos de decisão e de agência. Portanto, espera-se que a organização seja mais complexa e com menor probabilidade de o CEO e o <i>Chairman</i> ocuparem o mesmo cargo.	Total de funcionários disponibilizado no Relatório "50 maiores bancos e o Consolidado do Sistema Financeiro Nacional" do BACEN (2012), data-base dezembro de 2011.
	Herfindahl-Hirschman Index	HHI	A complexidade também pode ser representada pelo índice de concentração do portfólio (ARAÚJO <i>et al.</i> , 2006). Assume-se que um portfólio mais diversificado gera maior complexidade para uma organização. O HHI é obtido somando os quadrados das receitas dos bancos individuais concorrendo no mercado.	$\text{HHI} = \sum_{i=1}^n s_i^2$ em que s_i representa o quanto cada item do faturamento contribuiu para o faturamento total. O intervalo do índice se situa entre $1/n$ e 1, sendo próximo de $1/n$ quando as parcelas de cada item no faturamento são iguais e tendendo a 1 quando o portfólio é concentrado. Quando HHI próximo a 1, menor o nível de complexidade das organizações.
Desempenho Corporativo	Retorno sobre o PL	ROE	O desempenho corporativo é mensurado de acordo com a rentabilidade da organização e, neste artigo, foram testadas a principais métricas apontadas por Silveira, Barros e Famá (2003).	Lucro Operacional / Ativo Total
	Retorno sobre o Ativo	ROA		Lucro Líquido / Patrimônio Líquido
	Geração Bruta de Caixa Despesas Adm. / Ativo Total	LAJIRDA DESPADM		Lucro antes de juros, IR, depr. e amort. / Ativo Total
	Despesas de Pessoal / Ativo Total	DESPRH		Despesas Administrativas / Ativo Total Despesas com Pessoal / Ativo Total

Quadro 2 – Variáveis independentes determinantes da dualidade do CEO

Fonte: Elaboração Própria

Todas as informações contábeis e o número de funcionários dos bancos foram obtidos no relatório "50 maiores bancos e o Consolidado do Sistema Financeiro Nacional" do BACEN (2012), data-base dezembro de 2011. As cotações das ações correspondem ao preço médio do dia 31 de dezembro de 2011, obtidas no próprio *site* da BM&FBOVESPA. Com relação às ações em posse do acionista controlador, os dados foram obtidos através do banco de dados Economatica.

As variáveis de controle utilizadas no estudo foram desvio-padrão das ações ordinárias e adesão aos níveis 1 e 2 de governança corporativa e ao Novo Mercado (NM) na BM&FBOVESPA, apresentadas no Quadro 3.

	Descrição	Legenda	Justificativa	Cálculo
Variáveis de Controle	Desvio-padrão das ações ordinárias	Desvpd	O desvio-padrão das ações ordinárias é utilizado para isolar as incertezas de mercado, pois é esperado que ambientes mais instáveis tenham uma maior volatilidade do preço das ações, diminuindo a probabilidade do CEO e do Chairman ocuparem o mesmo cargo (LAMB & STAPLEDON, 2001).	Calculado o desvio-padrão das ações ON.
	Adesão aos Níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA	Bov	A adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA revela as empresas comprometidas com a maior transparência e melhores práticas de governança (SILVEIRA, 2002).	Dummy indicando se os bancos estão inseridos em algum nível de governança corporativa da BM&FBOVESPA (N1, N2 ou NM) ou se estão no Mercado Tradicional.

Quadro 3 – Variáveis de Controle

Fonte: Elaboração Própria

Os resultados foram ajustados para a heterocedasticidade e foram realizados testes para verificar a robustez do modelo. Ao todo, foram realizadas 10 regressões alternando as variáveis de complexidade – número de funcionários e HHI – e as variáveis de desempenho – Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre Ativo (ROA), Razão entre o Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização e o Ativo Total (LAJIRDA), Razão entre Despesas Administrativas e Ativo Total (DESPADM) e a Razão entre Despesas com Pessoal e Ativo Total (DESPRH).

Com base na literatura, espera-se que os coeficientes das variáveis tenham os seguintes sinais: $\beta_4, \beta_5 < 0$. Entretanto, β_1, β_2 e β_3 são incertos, *a priori*.

4 RESULTADOS E ANÁLISES

A tabela 1 mostra as estatísticas descritivas das variáveis. De acordo com a amostra, aproximadamente 17% dos bancos brasileiros com capital aberto na BM&FBOVESPA possuíam unificação dos cargos CEO e *Chairman* em 2011. Os demais separavam os cargos, seguindo as boas práticas de governança corporativa.

Com relação à complexidade, observa-se um HHI médio de 0,35 no período estudado, podendo ser considerado não concentrado, o que gera maior diversificação do portfólio e, portanto, maior complexidade da instituição. Com relação ao número de funcionários no período, a média foi de 19.928, que é considerada alta e permite afirmar que, na média, os bancos brasileiros com capital aberto na BM&FBOVESPA são complexos.

No que se refere às variáveis de desempenho, na média, o ROA e o ROE dos bancos são de 1% e 7%, respectivamente. Com relação ao primeiro, percebe-se que todos os bancos tiveram um desempenho semelhante, pois o desvio-padrão de 0,01 indica que não houve muita variação nos resultados do ROA.

A geração bruta de caixa sobre ativo (LAJIRDA) era na média de 1%. Em relação às despesas administrativas e despesas com pessoal, nota-se que os bancos gastavam 1% de seus ativos nessas despesas, o que é um resultado positivo para o desempenho dos bancos, mostrando uma preocupação com as despesas gerais e com os gastos com os funcionários. As despesas administrativas eram um pouco maiores, representando até 4% dos ativos, enquanto as despesas com pessoal alcançavam no máximo 3%.

No que diz respeito à estrutura de propriedade, observa-se um grau de dispersão médio de 0,29, indicando que, na média, os bancos brasileiros com capital aberto na BM&FBOVESPA possuem estrutura de propriedade concentrada.

Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis com data-base de dezembro de 2011

	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Dualidade	17%	-	-	-
HHI	0,35	0,10	0,22	0,57
N. Funcionários	19.928	40.465	179	131.299
ROA	0,01	0,01	-0,04	0,03
ROE	0,07	0,06	-0,02	0,23
LAJIRDA	0,01	0,01	-0,05	0,03
DESPADM	0,01	0,01	0,00	0,04
DESPRH	0,01	0,01	0,00	0,03
Graudisp	0,29	0,28	0,00	0,83
Desvpd	1,35	1,20	0,03	4,59

Fonte: Elaboração Própria.

Os resultados da regressão são apresentados na Tabela 2 e são referentes ao modelo da equação (2). Isto é, demonstram os efeitos das variáveis de interesse e controle sobre a probabilidade da existência da dualidade no cargo de CEO e *Chairman*.

A primeira coluna corresponde às variáveis independentes e às variáveis de controle. A segunda, aos coeficientes estimados e a terceira, aos efeitos marginais. O modelo com melhor ajuste foi aquele que utilizou número de funcionários como *proxy* para complexidade, ROE para desempenho e Graudisp para estrutura de propriedade. As variáveis de controle foram desvpd e bov.

Tabela 2 - Resultados da regressão *probit* com data-base de dezembro de 2011

Variáveis	Coefficientes Estimados	Efeitos Marginais
Graudisp	3,3773 (2,0194)*	-1,38E-15
N. Funcionários	-0,0002 (0,0001)**	-8,23E-20
ROE	70,0890 (31,6442)**	2,06E-14
Desvpd	-4,7126 (2,2362)**	9,91E-16
Bov	-0,9464 (1,2215)	-5,94E-15
Constante	-0,4243 (0,9264)	
N. Obs.	21	
Teste Wald chi2(5)	17,75	
Pseudo R ²	0,4682	

*** significante a 1%, ** significante a 5%, * significante a 10%

Erro-padrão entre parênteses

A *proxy* para complexidade – número de funcionários – apresenta sinal de acordo com o esperado, sendo significativo ao nível de 5%. O resultado aponta que aumentos nos níveis de complexidade diminuem a probabilidade de unificação dos cargos de CEO e *Chairman*. Este resultado está em acordo com o que se esperaria de uma organização complexa, considerando os apontamentos de Fama & Jensen (1983).

A pulverização da estrutura de propriedade, representada por *Graudisp*, tem efeito a uma significância de 10% sobre a probabilidade de separação dos cargos. Em outras palavras, aumentos no grau de dispersão das ações ordinárias implicam, para os bancos da amostra, em maior probabilidade de CEO igual a *Chairman*. Este resultado é oposto ao que se espera, a partir dos preceitos teóricos vigentes na literatura. O resultado, talvez, seja uma particularidade dos bancos brasileiros. Entretanto, é consonante com o que apontam Costa *et al.* (2013) para as cooperativas agropecuárias brasileiras. Da mesma forma que apontam os autores, há a possibilidade de o ambiente institucional proporcionar ao controlador maior possibilidade de consumir bens não pecuniários privados ao detentor de ambos os cargos (Bebchuck, 1999).

Com relação à variável de desempenho (ROE), significativa a 5%, nota-se que elevações no desempenho dos bancos aumentam a probabilidade de CEO ser igual ao *Chairman*. Isto é, os bancos com melhores desempenhos são aqueles em que o *Chairman* ocupa simultaneamente o cargo de CEO. Novamente, este resultado é contrário ao que aponta Fama e Jensen (1983). Os sinais das variáveis de controle desvio-padrão do preço das ações ordinárias e da *dummy* de inclusão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA estão de acordo com a teoria. Um aumento na volatilidade do preço das ações diminui a probabilidade de unificação dos cargos de CEO e *Chairman*. Além disso, o fato de a organização estar em algum dos níveis de governança (N1, N2 ou NM), também diminui essa probabilidade. Entretanto, ao contrário da variável *desvpd*, a variável *bov* não apresentou resultados significantes.

Os efeitos marginais das variáveis foram muito baixos, próximos a zero. Isso significa que, apesar das variáveis serem significantes, o impacto da variação de uma unidade em qualquer variável independente sobre a probabilidade de ocorrer dualidade é quase nulo. Todavia, estes valores não inviabilizam a leitura do impacto, por meio dos sinais positivos ou negativos, da variável sobre as probabilidades de presença de dualidade na estrutura de governança.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho se dedicou a investigar os possíveis determinantes da dualidade do CEO nos bancos brasileiros com capital aberto na BM&FBOVESPA.

Aproximadamente 83% dos bancos da amostra apresentam separação do processo de decisão. Assim, baseado em Fama e Jensen (1983), seria de se esperar que bancos complexos e com estrutura de propriedade difusa apresentassem maior desempenho corporativo se separassem o processo decisório.

Os resultados revelam que, ao aumentar a probabilidade de os bancos serem considerados complexos, diminui-se a probabilidade de ocorrer dualidade. Ou seja, quanto maior o número de funcionários, maior a chance de separação dos cargos de CEO e *Chairman*.

No entanto, o desempenho corporativo dos bancos, medido pelo ROE, apresenta um efeito que aumenta a dualidade, ou seja, os bancos com melhores desempenhos são aqueles em que os cargos de *Chairman* e CEO são ocupados pela mesma pessoa. Assim como o desempenho, a estrutura de propriedade representada pelo grau de dispersão de ações

ordinárias em posse do principal acionista controlador tem um efeito inverso na dualidade do que é esperado na teoria.

O desvio-padrão do preço das ações ordinárias, utilizado como variável de controle para o cenário macroeconômico, apresentou resultados significantes. Ao aumentar a volatilidade do preço das ações, a probabilidade de unificação dos cargos se reduz.

No que se refere ao efeito da adesão a algum nível de governança corporativa (N1, N2 ou NM) da BM&FBOVESPA, não foi encontrada significância nos resultados. A explicação, aparentemente, é respaldada pelo fato de existirem normas da CVM, regulamentos do BACEN e acordos da Basileia favorecendo o grau de transparência, entre outras práticas de governança corporativa nos demonstrativos dos bancos.

Com relação aos efeitos marginais, apesar das variáveis presentes no modelo serem significantes, o impacto de mudanças unitárias nessas variáveis sobre a probabilidade de unificação dos cargos de CEO e *Chairman* foi considerado praticamente nulo.

Estes resultados apontam para um promissor caminho de pesquisa. Entretanto, deve-se observar que estudos empíricos sobre governança corporativa podem apresentar diversos problemas econométricos, já que a governança corporativa é um tema atual e ainda não possui uma teoria bem desenvolvida. Problemas como variáveis ausentes, seletividade da amostra e endogeneidade dificultam a identificação da influência dos determinantes da dualidade e constituem as principais limitações desta pesquisa.

Apesar de o modelo apresentar poder explicativo, não se pode considerar que os determinantes da dualidade do CEO sejam únicos. É possível que outras *proxies* e variáveis contribuam para a escolha entre separar ou unificar em um único indivíduo o processo de decisão.

Além disso, há a possibilidade de que o tamanho da amostra, o viés de seleção e a coleta de dados num único período de tempo não consigam captar o efeito das variáveis explicativas sobre a dualidade. Ao aumentar a extensão da amostra, é possível superar o problema de viés de seleção para, assim, garantir a generalização dos resultados.

Por fim, há o problema de endogeneidade presente nas variáveis dualidade e desempenho corporativo. Este problema, que pode causar viés aos resultados do modelo, foi considerado na escolha das variáveis utilizadas. Entretanto, a disponibilidade de variáveis instrumentais é limitada, o que impediu o uso desse recurso nesta pesquisa.

Uma maneira de transpor o obstáculo da endogeneidade seria através do método de Mínimos Quadrados em Dois Estágios (MQ2E). Entretanto, esses estimadores são viesados para pequenas amostras e suas propriedades para amostras finitas são frequentemente problemáticas. Em pesquisas futuras, sugere-se o uso de simulações de Monte Carlo para tentar contornar esse problema.

A despeito dessas limitações, a pesquisa contribui para a verificação da teoria proposta por Fama e Jensen (1983) no que se refere à separação do processo decisório nas instituições financeiras. A não comprovação de algumas proposições da teoria pode decorrer de particularidades do segmento em que os bancos estão inseridos. Portanto, trata-se de um assunto para maior aprofundamento, dada a importância dos bancos para a economia dos países.

REFERÊNCIAS

- Alchian, A. & Demsetz, H. (1972). Production, information costs and economic organization. *American Economic Review*, 62(5), 777-795.
- Allen, F. & Gale, D. (2000). Corporate governance and competition. In: Vives, X. (Ed.). *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*. Cambridge, UK: Cambridge University press, 23-94.
- Alves, C. & Alves, N. (2009). Análise do nível de divulgação da governança corporativa segundo recomendações do comitê da Basileia: um estudo em bancos privados e públicos brasileiros. *Revista Universo Contábil*, Blumenau, 5(1), 06-21.
- Araújo, L., Jorge Neto, P. & Ponce, D. (2006). Competição e concentração entre os bancos brasileiros. *Revista Economia*, 7(3), 561-586.
- BACEN - Banco Central do Brasil.(2012) 50 maiores bancos e o consolidado do sistema financeiro nacional. Balancetes processados até 31 de dezembro de 2011. Disponível em <<http://www4.bcb.gov.br/top50/port/top50.asp>>. Acesso em: 04 set. 2012.
- Baliga, B., Moyer, R. & Rao, R. (1996). CEO duality and firm performance: What`s the fuss? *Strategic Management Journal*, 17(1), 41-53.
- Baysinger, B. & Hoskisson, R. (1990). The Composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *The Academy of Management Review*, 15(1), 72-87.
- Berle, A. & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- Bebchuck, L.A. (1999). A rent protection theory of corporate ownership and control (Discussion Paper, 260). Cambridge, MA: *Harvard Law School*.
- Brickley, J., Coles, J. & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the board. *Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance and Organization*, 3(3), 189-220.
- CVM (2002). *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 15 maio 2012.
- Costa, D., Chaddad, F. & Azevedo, P. (2013). The determinants of ownership structure: Evidence from Brazilian agricultural cooperatives. *Agribusiness*, 29(1), 62-79. doi: 10.1002/agr.21325.
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *The Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Fama, E. & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-327.
- Greene, W. (2002). *Econometric Analysis*. New Jersey: Prentice Hall, 710-718.

- Grossman, S. & Hart, O. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *The Journal of Political Economy*, 94(4), 691-719.
- Hansmann, H. (1996). *The ownership of enterprise*. 1. ed. Cambridge: Harvard University Press, cap. 4 p. 384.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kwok, J. (1998). Does CEO duality matter: An integrative approach. *Dissertation submitted to the Faculty of the Virginia Polytechnic Institute and State University*, Virginia.
- Lamba, A., Stapledon, G. (2001). The determinants of corporate ownership structure: Australian evidence. *U of Melbourne Public Law Research Paper No. 20*.
- La Porta, R., Shleifer, A., Lopes-de-Silanes, F. & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- Levine, R. (2006). Finance and growth: Theory and evidence. In: AGHION, P; DURLAUF, S. (Eds.). *Handbook of Economic Growth*, Netherlands: Elsevier Science.
- Lima, R. (1996). Modelos de resposta binárias: Especificação, estimação e inferência. *Revista Agricultura em São Paulo*, São Paulo, 43(2).
- Macey, J. R. & O'Hara, M. (2003). The corporate governance of banks. *FRBNY Economic Policy Review*, 91-107.
- Mülbert, P. (2009). Corporate governance of bank after the financial crisis – theory, evidence, reforms. *ECGI Law Working Paper*, 130.
- Okimura, R. T. (2003). Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil. Dissertação de Mestrado em Administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Pi, L. & Timme, S. (1993). Corporate control and bank efficiency. *Journal of Banking Finance*, 7, 515-530.
- Silveira, A. M. (2002). Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil. *Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas)*, USP, São Paulo.
- Silveira, A. M., Barros, L. A. B. C. & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43(3), 50-64.
- Simon, H. (1962). The architecture of complexity. *Proceedings of the American Philosophical Society*, 106(6), 467-482.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Williamson, O. (1984). Corporate governance. *The Yale Law Journal*, 93(7), 1197-1230.

Apêndice A – Matriz de Correlação das Variáveis com data-base de dezembro de 2011

	Dual	HHI	N. Func.	ROA	ROE	LAJIRDA	DESPADM	DESPRH	graudisp	desvpd	bov
Dual	1,00										
HHI	0,17*	1,00									
N. Func.	-0,21*	-0,36*	1,00								
ROA	0,04	0,48*	-0,05	1,00							
ROE	0,03	0,43*	0,14	0,65*	1,00						
LAJIRDA	0,04	0,47*	-0,02	0,99*	0,65*	1,00					
DESPADM	-0,09	0,16*	-0,13	-0,52*	-0,16*	-0,53*	1,00				
DESPRH	-0,18*	0,48*	-0,15	0,18*	0,13	0,18*	0,25*	1,00			
grau_disp	-0,04	-0,08	0,31*	-0,26*	-0,19*	-0,24*	0,22*	-0,38*	1,00		
desvpd	-0,27*	0,07	0,20*	0,42*	0,58*	0,41*	-0,07	0,31*	-0,07	1,00	
bov	-0,34*	-0,41*	0,32*	-0,14	-0,14	-0,14	-0,09	-0,66*	0,42*	-0,12	1,00

Fonte: Elaboração Própria.