

A VOLATILIDADE DOS PREÇOS DAS AÇÕES DOS BANCOS BRASILEIROS LISTADOS NA B3 CONSIDERANDO SEUS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

ARISTÓTELES MADEIRA DE MENEZES
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ - UFC

DANIVAL SOUSA CAVALCANTE
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ - UFC

NAIARA LEITE DOS SANTOS SANT'ANA

ARIANE FIRMEZA MOTA NASCIMENTO

Introdução

O debate sobre GC surgiu a fim de minimizar o chamado conflito entre gestores e proprietários de capital (BEDICKS, 2009) visualizado por meio de concepções distintas sobre estilo de política, mercados, crise, bancos centrais, risco, participação, cidadania, privacidade, dentre outros, a depender da estrutura de propriedade nas companhias (OLIVIERI, NESTLEHNER e PAIVA JÚNIOR, 2018). A volatilidade das ações, conforme Swanson e Lindberg (2018), evidencia reduzidos retornos complementados por elevados retornos.

Problema de Pesquisa e Objetivo

A partir desse contexto o estudo busca respostas para o seguinte problema de pesquisa: qual a volatilidade dos preços das ações dos bancos listados na B3, considerando as práticas de governança corporativa? Do exposto, o objetivo é analisar a volatilidade dos preços das ações dos bancos listados na B3, considerando as práticas de governança corporativa. Como objetivos específicos, propõe-se verificar a adesão dos bancos listados ao código de boas práticas de GC do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e a classificação deles nos níveis diferenciados de GC da B3.

Fundamentação Teórica

O setor bancário exerce um papel importante na economia da nação, tendo em vista que ele atua como fonte de financiamento e posicionando-se como instrumento estabilizador da política monetária governamental (ZHA et al, 2016). A intervenção regulatória reflete na manipulação dos resultados a fim de beneficiar os acionistas, através do monitoramento e supervisão dos gestores (PROWSE 1997). As falhas decorrentes da GC podem reduzir a capacidade dos bancos de administrar riscos e de garantir a qualidade de suas operações financeiras, podendo impactar na saúde do sistema financeiro (ANDRADE 2018).

Metodologia

Tratou-se de uma pesquisa descritiva, documental com abordagem quali-quantitativa. Assim sendo, foram utilizados como material de apoio os formulários de referência disponibilizados na B3, o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC e a base de dados do website denominado Comparador de Ativos. Para o estudo foi considerado o período de cinco anos, abrangendo de maio de 2017 a maio de 2022, e para isso, foram selecionados apenas os bancos com histórico de cotações nesse período, assim a amostra totalizou 19 bancos.

Análise dos Resultados

Os bancos adotaram, em média, acima de 60% das práticas recomendadas de GC incluídas no manual de melhores práticas do IBGC. As instituições que se classificam em níveis diferenciados de GC da B3 apresentaram maior volume de evidenciação de práticas de GC em seus formulários de referência, no comparativo com os bancos do mercado tradicional. No entanto, em relação à volatilidade das ações desses bancos, verificou-se que o nível de GC evidenciado não é o único fator que afeta a volatilidade no preço das ações e desta forma deve-se buscar explicações na teoria moderna de finanças.

Conclusão

A observação da volatilidade das ações, no período estudado, não apresentou conexão com o nível de GC, quando analisado como único fator isolado, e desta forma destaca-se que existem outros aspectos que influenciam o risco das ações na percepção do mercado como a questão das finanças comportamentais, seus vieses cognitivos e a tomada de decisão com menos racionalidade. Observou-se limitações ao estudo no que diz respeito ao período escolhido visto que para intervalos mais longos haveria redução significativa da amostra e assim uma quantidade limitada de dados para análise.

Referências Bibliográficas

OLIVIERI, C.; J. NESTLEHNER, PAIVA JÚNIOR, P. C. de A. Governança, governança corporativa e governança pública: os diferentes debates de um conceito em construção. DALY, K. (2008). Financial volatility: issues and measuring techniques. Physica: Statistical Mechanics and its Applications. SWITZER, L. N.; PICARD, A. (2016). Stock market liquidity and economic cycles: A non-linear approach, Economic Modelling. PROWSE, S. Corporate Control in Commercial Banks. Journal of Financial Research, 20(4), pp. 509-27. 1997.

Palavras Chave

Bancos, Governança corporativa, Volatilidade

A VOLATILIDADE DOS PREÇOS DAS AÇÕES DOS BANCOS BRASILEIROS LISTADOS NA B3 CONSIDERANDO SEUS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

1 INTRODUÇÃO

O debate sobre GC surgiu a fim de minimizar o chamado conflito entre gestores e proprietários de capital (BEDICKS, 2009) visualizado por meio de concepções distintas sobre estilo de política, mercados, crise, bancos centrais, risco, participação, cidadania, privacidade, dentre outros, a depender da estrutura de propriedade nas companhias (OLIVIERI, NESTLEHNER e PAIVA JÚNIOR, 2018). A volatilidade das ações, conforme Swanson e Lindberg (2018), evidencia reduzidos retornos complementados por elevados retornos. Os participantes do mercado processam informações sobre a situação presente, tendências e expectativas da economia o que faz os preços das ações flutuarem (SWITZER; PICARD, 2016).

O tratamento das informações pelos investidores está ligado a teoria moderna de finanças que se iniciou nos trabalhos de Markowitz (1952) sobre a Teoria de Seleção de Portfólio. O autor busca auxiliar na seleção de portfólios de ativos ótimos, focando em investidores avessos ao risco, utilizando-se para isso fórmulas econométricas. Estudos econométricos formais como os de Levine (1997; 2005) têm revelado que as instituições financeiras exercem um grande impacto no desenvolvimento econômico, demonstrando a relevância da análise da governança corporativa em bancos. Além disso, quando os bancos mobilizam e alocam eficientemente os seus recursos financeiros, o custo de capital das empresas se reduz, estimulando assim a formação de capital e o crescimento da produtividade (LEVINE, 2004).

Os movimentos no mercado de capitais posicionam a governança corporativa como um importante fundamento na construção do novo mercado financeiro mundial, pois tem a capacidade de viabilizar a estabilidade no fluxo de recursos e a função de alertar ou antever dificuldades no sistema econômico e financeiro e consequentemente no dia a dia das organizações (MARTINS; HILDEBRAND; ZIVIANI, 2008). Dentro desse interim estão as instituições financeiras, especialmente o segmento bancário, sendo estas, responsáveis pelo movimento da ciranda financeira de desenvolvimento econômico do país. As instituições financeiras possuem uma diversidade maior de interessados na sua performance em relação às empresas não reguladas por órgãos de controle (HAGENDORFF, 2015). As companhias não financeiras têm como principais *stakeholders* os gestores e acionistas, enquanto as financeiras, além destes, possuem também os depositantes, órgãos reguladores e a sociedade interessados no desempenho sustentado e transparência das informações do setor bancário para com o mercado (HAGENDORFF, 2015).

A partir desse contexto o estudo busca respostas para o seguinte problema de pesquisa: qual a volatilidade dos preços das ações dos bancos listados na B3, considerando as práticas de governança corporativa? Do exposto, o objetivo é analisar a volatilidade dos preços das ações dos bancos listados na B3, considerando as práticas de governança corporativa. Como objetivos específicos, propõe-se verificar a adesão dos bancos listados ao código de boas práticas de GC do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e a classificação deles nos níveis diferenciados de GC da B3.

Esta pesquisa justifica-se devido a constante discussão e importância do estudo sobre as práticas de GC, pela contemporaneidade do assunto e análise do desenvolvimento e aprimoramento do mercado de capitais no Brasil por meio da verificação efetiva da evidenciação das práticas de governança que trazem consigo a segurança requerida em um mercado cada vez mais desenvolvido (ROSSETTI; ANDRADE, 2011). Evidências de que a governança corporativa reduz a volatilidade das ações, foram encontradas por Santos (2021), e consequentemente o risco das empresas. Além disso, surge como fator importante e quebra

de paradigma a questão das finanças comportamentais e seus vieses, conforme estudos de Kahneman et al. (1974) que demonstraram que os investidores não se mantêm racionais em todas as situações principalmente quando estão diante de situações de tomadas de decisão envolvendo risco. Segundo o mesmo autor a apresentação de vieses cognitivos se originam na confiança em heurísticas de julgamento e são empregadas para ativar probabilidade e presumir valores.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 O setor bancário brasileiro

O Banco Central do Brasil (BACEN) define o sistema financeiro nacional (SFN) como um conjunto de entidades e instituições que promovem a intermediação financeira, isto é, o encontro entre credores e tomadores de recursos sendo organizado por agentes normativos, supervisores e operadores (BACEN, 2022).

Os bancos públicos podem ser caracterizados pelo controle acionário mantido pelo Estado; pelo desempenho de atividades de fomento ao desenvolvimento econômico; pela indução e regulação do mercado financeiro e de crédito, praticando políticas de crédito e financiamento; pela ação como canal privilegiado de transmissão de decisões das autoridades monetárias; e como amortecedor das incertezas do mercado, evitando a retração do crédito por parte das instituições privadas, que tendem a ser mais avessas aos riscos decorrentes das fragilidades de mercado (ANDRADE; DEOS, 2009).

Uma outra categoria seriam os bancos estatais, dentro dos bancos públicos, sendo caracterizados por serem instituições mistas, os bancos estatais obedeceriam a um racional de atuação privada, porém com o controle acionário mantido pelo Estado (ANDRADE; DEOS 2009). Os bancos privados têm seu capital social, em sua totalidade, de recursos privados. O BACEN (2022) classifica os bancos segundo as atividades exercidas em: i) Banco de Câmbio, realiza compra e venda de moeda estrangeira; ii) Banco Comercial, capta recursos por meio de depósitos à vista e à prazo e intermedeia a circulação de recursos entre investidores e tomadores de empréstimo; iii) Banco de Desenvolvimento, proporciona financiamento, a médio e a longo prazos, de projetos para o desenvolvimento econômico e social, capta recursos de depósito a prazo, repasse e fundos de investimento; iv) Banco de Investimento, realiza empréstimos de capital fixo ou de giro, capta recursos por meio de depósitos a prazo e interfinanceiros, mas não opera com depósitos à vista; e v) Banco Múltiplo, além de banco comercial, acumula funções de outras carteiras, como a de investimento ou de câmbio.

Para Feitosa (2020), o setor bancário é historicamente reconhecido como um dos setores mais lucrativos e concentrados do mercado brasileiro. Tendo seu desempenho sustentado, ao longo dos anos, pela cobrança de tarifas pela prestação de serviço e relevantes spreads bancários a partir do exercício da intermediação financeira. O cenário atual, apesar da concentração existente, apresenta cada vez mais novos participantes, as chamadas *fintechs*, que utilizam a tecnologia e inovação para oferecer serviços financeiros que se diferenciam pela praticidade e facilidade proporcionadas pela tecnologia (ALECRIM, 2016).

Na concepção de Lima (2016), o setor bancário passou por grandes transformações nas últimas décadas em razão das influências do ambiente competitivo oriundo do avanço tecnológico, globalização e crescente regulamentação do setor. A referida regulamentação possui grande relevância e visibilidade para o setor pois é acompanhada por vários grupos de interesse (FREITAS *et al.* 2018). Nesse sentido, o setor bancário é considerado um dos setores que possui o maior número de *stakeholders*, tanto no Brasil como no âmbito internacional, tendo em vista que qualquer pessoa que tenha recursos alocados em conta bancária representa um potencial interessado nas informações fornecidas por eles.

No Brasil o controle sobre as instituições bancárias é realizado sobretudo pelo Banco Central (Bacen) (FREITAS *et al.* 2018). Todavia, à medida que essas instituições negociam

ações em mercados organizados, passam a estarem submetidas às regras da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Destaca-se que, os bancos, no contexto nacional, seguem a regulamentação com base em acordos de Basileia, que tem como finalidade, dentre outras, garantir a manutenção da liquidez e a solvência das instituições financeiras.

As informações sobre o desempenho são originárias das demonstrações contábeis, que exercem papel relevante na tomada de decisão, tanto dos acionistas majoritários, quanto aos rumos a serem seguidos pela gestão, como dos minoritários, sobre a escolha acerca da alocação de recursos diante da variedade de opções de investimento (FREITAS *et al.* 2018). A confiança e a expectativa do mercado tendem a diminuir, elevando-se ainda mais os efeitos de uma crise econômica. Diante dessa realidade, Freitas *et al.* (2018) afirmam que em um ambiente de crise econômica, a tendência é que o desempenho e a confiança entre os agentes econômicos sejam minimizados, o que pode potencializar a busca das empresas por melhores práticas de GC, com a finalidade de atrair mais investidores ou, simplesmente, para reter os já existentes.

2.2 Governança corporativa no setor bancário

As discussões sobre a temática foram iniciadas na década de 1930, quando Berle e Means explanaram acerca do que o processo expansionista causou em relação às mudanças na estrutura de capital de controle das corporações, separando os acionistas (principal) dos gestores da empresa (KORONTAI e FONSECA 2020). A GC pode ser definida como um sistema que engloba valores, princípios, propósitos e regras que ajudam a determinar a forma como as organizações são dirigidas, controladas e monitoradas, direcionando o processo decisório com intuito de reduzir os problemas de agência e, desta forma, maximizar a riqueza dos acionistas, assim como o atendimento dos direitos de outras partes interessadas. (CADBURY COMMITTEE, 1992; CARVALHO *et al.*, 2007; IBGC, 2015; RODRIGUES; MENDES, 2004; ROSSETTI; ANDRADE, 2011; VIEIRA, 2015).

Em se tratando do setor financeiro, a Associação Brasileira de Bancos – ABBC (2009), juntamente com o Centro de Estudos de Governança Corporativa da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI), publicou em 2009, uma cartilha sobre GC visando ao fortalecimento das instituições financeiras de pequeno e médio porte. O setor bancário possui um elevado nível de regulamentação com vários agentes visando fornecer a transparência e segurança necessárias para os *stakeholders*. A intervenção regulatória reflete na manipulação dos resultados a fim de beneficiar os acionistas, através do monitoramento e supervisão das atividades das instituições financeiras (PROWSE 1997). Os bancos representam componentes críticos para qualquer economia, tendo papel fundamental nos países devido à atividade financeira regulamentada (MARCASSA, 2000).

A governança nos bancos possui singularidades diante de empresas não financeiras, primeiro em razão da diversidade e pluralismo dos interessados nas atividades das instituições financeiras e, em segundo, devido ao forte monitoramento e supervisão, por meio de intervenções regulatórias do governo (ABBC, 2009). As falhas decorrentes de GC podem reduzir a capacidade dos bancos de administrar riscos e de garantir a qualidade de suas operações financeiras, podendo impactar na confiança e na saúde do sistema financeiro ANDRADE (2018). Como destaca a ABBC (2009) existem algumas particularidades podem dificultar a implementação da GC no contexto das instituições financeiras, como uma legislação excessivamente rígida sobre os bancos, o fato da estrutura de capital apresentar alta proporção de dívida e o sigilo das operações bancárias (ABBC, 2009).

2.3 Teoria moderna de finanças

A teoria moderna de finanças tem seu marco com os estudos de Markowitz (1952) sobre a seleção de portfólios eficientes onde o autor busca dar suporte a elaboração de portfólios diversificados, permitindo que o investidor potencialize o retorno de seus ativos de forma eficiente. O autor acredita na necessidade de se reduzir os riscos quando se fosse investir em determinados ativos, principalmente como forma de orientação aos investidores “avessos ao risco”. Logo em seguida surgiram os estudos de Modigliane et al. (1958) e Miller et al. (1961) que apresentaram inovações no que se refere ao custo de capital, finanças corporativas e a teoria de investimento visando desenvolver conteúdos sobre investimentos financeiros. Depois vieram os estudos de Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966) que deram suporte a criação do Modelo de Precificação de Ativos Financeiro (MPAF), mais conhecido como CAPM (*Capital Asset Price Model*) que busca dar subsídios aos investidores no momento da escolha de ativos para montagem de uma carteira de investimentos eficientes.

Os estudos de Sharpe (1964) se fundamentam em Markowitz (1952) quando afirma que qualquer investidor apenas obterá uma maior expectativa de retorno se atrelar junto a possibilidade de correr um risco adicional. Sendo assim, o autor acredita que a relação risco-retorno será responsável por definir até que ponto o investidor está disposto a tomar risco em função do quanto, o mesmo, espera ganhar. No seu estudo, Sharpe (1964), propôs a criação de um indicador de risco que foi denominado de *índice de sharpe* que, que mede o retorno esperado por unidade de risco comparado com a taxa livre de risco pela volatilidade dos retornos. Conforme estudos de Otto, Séllos e Araújo (2017), o *índice de sharpe* se torna mais assertivo quando utilizado para mensurar o desempenho passado de uma carteira porque é a mesma apresente um risco não sistemático considerável em função de uma ineficiente diversificação.

O investidor poderá embasar a tomada de decisão, através do *índice de sharpe*, segundo aplicações que tenham a melhor relação Risco-Retorno e comparar possibilidades de investimento onde as melhores opções são as que apresentam os maiores valores. (BRUM, 2008). Dentro desse contexto surgem os estudos a respeito das finanças comportamentais que foram desenvolvidos pelos psicólogos israelenses Amos Tversky e Daniel Kahneman e trouxeram uma quebra de paradigma para a área, onde antes da referida teoria, apenas cálculos estatísticos, matemáticos e econométricos eram levados em consideração. Os estudos demonstraram que a heurística pode ter um grande peso quando está relacionado a tomada de decisão de risco e os investidores nem sempre agem de forma racional com a informação disponível. (KAHNEMAN et al., 1974).

2.4 Estudos empíricos anteriores

O estudo desenvolvido por Araújo, Mendes e Lustosa (2012) teve como objetivo identificar a existência de possíveis diferenças entre instituições financeiras e não financeiras no Brasil. Para isso, foram comparadas as práticas de GC entre esses grupos revelando que não havia evidências estatísticas que comprovassem a diferença de práticas entre instituições financeiras e não financeiras. Entretanto, em relação aos aspectos “tamanho do conselho”, “quantidade de reuniões do conselho de administração” e “quantidade comitês”, os bancos apresentaram melhor desempenho.

Almeida, Klotzle e Pinto (2013) determinaram a relação entre a composição do conselho de administração das empresas do setor elétrico brasileiro e o desempenho dessas empresas. A amostra contemplou 38 empresas, no período entre 2005 e 2010 onde foi adotada a regressão com dados em painel. Assim sendo, o estudo evidenciou que o tamanho e a independência do conselho de administração possuíam relação positiva e significativa acerca do desempenho. Entretanto, o mesmo não ocorreu em relação ao percentual de mulheres atuantes no conselho.

Já o estudo desenvolvido por Catapan, Colauto e Barros (2013) buscou analisar a relação entre o desempenho e os atributos de GC acerca da transparência, controle e conduta, composição e funcionamento do conselho de administração e direito de acionistas das empresas listadas na BM&FBovespa no período de 2008 e 2010. Os resultados apontados revelaram divergências quanto às pesquisas anteriores, sendo estatisticamente significante apenas em relação ao direito dos acionistas.

O estudo de Sonza e Kloeckner (2014) analisou, através da DEA, a influência dos aspectos de GC na eficiência das empresas de capital aberto brasileiras, com base em uma amostra de 515 empresas que tiveram suas ações ordinárias apuradas no período entre 1999 e 2009. Foram encontrados os resultados: a rejeição da hipótese de que o número de conselheiros afeta de forma positiva a eficiência; a confirmação de que a mudança de presidente afeta de maneira negativa o desempenho e, a evidência de que o incentivo através da remuneração dos executivos demonstrou relação positiva com a eficiência.

A pesquisa de Banker, Fang e Mehta (2020) constataram que as decisões dos gerentes são complexas e afetadas por informações da empresa e das condições econômicas do ambiente onde está situada. Assim, a desaceleração econômica tende a desempenhar função distinta e importante nas decisões operacionais dos gerentes, tais como elevar os incentivos para preservar caixa, aumentar o pessimismo em relação às perspectivas de vendas futuras e facilitar a reestruturação organizacional para melhorar a eficiência. Com isso, parece razoável supor que as condições macroeconômicas influenciam o desempenho organizacional e, conseqüentemente, refletem-se no comportamento de acionistas e gestores e na volatilidade do preço de suas ações.

O estudo de Machado *et al.* (2021) constatou que em cenário de adoção de políticas que visem o maior crescimento econômico, como ocorrido no Brasil entre o segundo semestre de 2020 e o primeiro semestre de 2021, que tem elevada capacidade de afetar a volatilidade das ações, os mecanismos internos e externos de governança corporativa contribuem para que o ambiente econômico do país impliquem em uma menor volatilidade das ações.

3 METODOLOGIA

A a metodologia empregada foi a pesquisa descritiva, documental com abordagem qualitativa e quantitativa. Descritiva pois preocupou-se em observar fatos, registrá-los, analisa-los, classifica-los e interpretá-los, sem interferência do pesquisador conforme explica Andrade (2002). Documental porque embasou-se em materiais ainda sem tratamento de acordo com Silva e Grigolo (2002). O estudo tem uma abordagem qualitativa pois foi possível a obtenção de análises mais profundas a partir dos dados estudados de acordo com Richardson (1999). Conforme o mesmo autor, também teve uma abordagem quantitativa ao utilizar o elemento estatístico da média.

Segundo o arquivo do departamento de operações bancárias e de sistema de pagamentos (Deban) do Bacen (2022), atualizado em 02/05/2022, existem 318 instituições participantes do sistema do sistema de transferência de reservas (STR) cada uma com um código identificador do sistema de pagamentos Brasileiro (ISPB). Da população total, com 318 bancos, utilizou-se apenas os bancos listados na B3, que totalizam 28 instituições com papéis negociados e assim é possível obter o histórico da volatilidade das ações. A amostra foi delimitada em 19 bancos brasileiros, que apresentaram histórico de cinco anos de dados disponíveis para o estudo, considerando o intervalo de 01/05/2017 à 01/05/2022. Dessa forma, foram excluídos dos 28 bancos, 9 (nove) que não possuíam os dados disponíveis para o período estudado. O quadro 2 apresenta a amostra selecionada com seus respectivos códigos de negociação na B3 e seu nível diferenciado de governança corporativa de acordo com a classificação da B3, em: Nível 1 – N1, Nível 2 – N2 e Novo Mercado – NM. O que está sem essa classificação são considerados os bancos do mercado tradicional.

O período de maio de 2017 a maio de 2022 foi escolhido por ser um intervalo de tempo onde ocorreram vários eventos que impactaram na percepção de risco e consequentemente na volatilidade das ações da amostra. Pode-se citar os seguintes eventos: “Joesley day”, 18/05/2017 (dia seguinte da divulgação de uma conversa entre o empresário Joesley Batista e o então presidente Michel Temer com conteúdo sobre propinas); greve dos caminhoneiros de 21/05/2018 à 01/06/2018; eleições de 2018; início da pandemia de Covid-19 em março de 2020; Segunda onda de Covid-19 que se iniciou em novembro de 2020 e foi até início de 2021; Invasão Russa na Ucrânia em fevereiro de 2022.

Quadro 1 – Amostra do estudo

Banco	Código B3	Nível GC B3
Alfa Holdings S.A.	RPAD3	-
Banestes S.A. - Bco Est Espirito Santo	BEES3	-
Bco Abc Brasil S.A.	ABCB3	N2
Bco Alfa de Investimento S.A.	BRIV3	-
Bco Amazonia S.A.	BAZA3	-
Bco Bradesco S.A.	BBDC3	N1
Bco Brasil S.A.	BBAS3	NM
Bco Btg Pactual S.A.	BPAC3	N2
Bco Estado de Sergipe S.A. - Banese	BGIP3	-
Bco Estado do Rio Grande do Sul S.A.	BRSR3	N1
Bco Mercantil de Investimentos S.A.	BMIN3	-
Bco Mercantil do Brasil S.A.	BMEB3	N1
Bco Nordeste do Brasil S.A.	BNBR3	-
Bco Pan S.A.	BPAN3	N1
Bco Pine S.A.	PINE3	N2
Bco Santander (Brasil) S.A.	SANB3	-
Brb Bco De Brasília S.A.	BSLI3	-
Itau Unibanco Holding S.A.	ITUB3	N1
Itausa S.A.	ITSA3	N1

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Assim sendo, foram utilizados como material de apoio os formulários de referência disponibilizados na B3, o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC e a base de dados do *website* denominado Comparador de Ativos, disponibilizado no endereço eletrônico <https://www.comparadordeativos.com.br>, para compor a análise desta pesquisa. A análise foi desenvolvida em três etapas: na primeira etapa foi feita uma classificação comparativa entre os dados de GC divulgados nos FR (formulários de Referência) e o Código de Melhores Práticas IBGC para toda a amostra filtrada, incluindo as empresas que não possuem nível de GC classificados pela B3. Onde foi elaborada uma tabela quantitativa de práticas adotadas pelos bancos da amostra em seus respectivos FR com o total das 58 práticas sugeridas pelo manual do IBGC. Ressalta-se que são dados quantitativos e não foi levado em consideração o grau de importância de uma prática em relação a outra. O código do IBGC (2018) divide a GC em 5 (cinco) grandes aspectos para sugestão de práticas que são Sócios, Conselho de Administração, Diretoria, Órgãos de fiscalização e Controle e Conduta e Conflito de Interesses. Cada aspecto desses detém as seguintes práticas sugeridas, a saber:

Quadro 2 – Práticas de governança corporativa do Código IBGC

Sócios (10)	Conceito “uma ação um voto”, Estatuto/Contrato Social, Mecanismos de proteção contra a tomada de controle (poison pills), Mediação e Arbitragem, Acordo Entre Sócios, Assembleia Geral/Reunião de Sócios, Transferência de Controle, Liquidez dos títulos, Política de Dividendos e Conselho de Família.
Conselho de	Atribuições, Composição do Conselho de Administração, Independência dos Conselheiros,

Administração (25)	Classes de Conselheiros, Papel dos conselheiros independentes em situações de potencial conflito na ausência de separação entre diretor-presidente e presidente do conselho, Prazo do Mandato, Disponibilidade de Tempo, Presidente do Conselho, Conselheiros Suplentes, Avaliação do Conselho e dos Conselheiros, Avaliação do diretor-presidente e da diretoria executiva, Planejamento da Sucessão, Introdução de novos conselheiros, Educação Continuada dos conselheiros, Conselhos Interconectados, Remuneração dos Conselheiros de Administração, Orçamento do Conselho e consultas externas, Conselho Consultivo, Regimento Interno, Comitês do Conselho de Administração, Comitê de Auditoria, Secretaria de Governança, Reuniões do Conselho de Administração, Confidencialidade e Relacionamentos do Conselho de Administração.
Diretoria (8)	Atribuições, Indicação dos diretores, Relacionamento com partes interessadas, Transparência, Papel da diretoria no código de conduta, Avaliação da diretoria, Remuneração da Diretoria e Acesso as instalações, informações e arquivos.
Órgãos de fiscalização e Controle (5)	Comitê de Auditoria, Conselho Fiscal, Auditoria Independente, Auditoria Interna e Gerenciamento de riscos, controles internos e conformidade (<i>compliance</i>).
Conduta e Conflito de Interesses (10)	Código de conduta, Canal de denúncias, Comitê de Conduta, Conflito de Interesses, Transações entre partes relacionadas, Uso de informações privilegiadas, Política de Negociação de ações, Política de divulgação de informações, Política sobre contribuições e doações e Política de prevenção e detecção de atos de natureza ilícita.

Fonte: Adaptado de IBGC (2018).

A pontuação da tabela 1 do estudo foi preenchida conforme a evidenciação das boas práticas, do manual IBGC, constavam no formulário de referência de cada banco. Atribui-se 1 ponto quando a prática estava presente e 0 quando não existia ou era mencionada. Assim, cada banco da amostra recebeu uma pontuação que foi comparada ao máximo dos aspectos existentes no manual que era de 58 pontos possíveis. A segunda etapa foi a separação dos bancos que formam a amostra deste estudo com a criação de duas carteiras de ativos, utilizando a ferramenta de comparação do *website* comparador de ativos, sendo compostas pelas ações negociadas na B3 dos bancos que possuíam algum nível de GC como N1, N2 e NM (ABC, Bradesco, Banco do Brasil, BTG, Bannisul, Banco Mercantil do Brasil, Pan, Pine, Itaú Unibanco e Itaú) e dos que não são classificados em nenhum desses níveis de GC classificados pela B3 (Alfa Holding, Banestes, Banco Alfa de Investimento, Amazônia, Banese, Banco Mercantil de Investimentos, BNB, Santander e BRB) aplicando-se o período de 5 (cinco) anos. Nesta etapa obteve-se o gráfico de volatilidade com sua respectiva tabela percentual para análise. A terceira e última etapa, que correspondeu à análise, está evidenciada na próxima seção, em que, por meio da classificação obtida na primeira etapa foi possível verificar o nível de evidenciação de GC adotados pela amostra analisada com o que é recomendado pelo IBGC, assim como também foi verificado o comportamento histórico dos preços das ações, considerando a volatilidade apresentada no período estudado.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1 Análise comparativa das Práticas de GC do IBGC com a divulgação nos FR da amostra

A tabela 1 apresenta, quantitativamente, as práticas de GC que constam no manual do IBGC que são divulgadas nos formulários de referência da amostra analisada. A tabela foi dividida em colunas onde constam os aspectos abordados pelo IBGC e em linhas com os bancos da amostra.

Tabela 1 – Práticas de GC divulgadas pela amostra

Bancos/ código IBGC	Sócios	Conselho de administração	Diretoria	Órgãos de fiscalização e controle	Conduta e conflito de interesses	Total	%	Média
IBGC práticas	10	25	8	5	10	58	100%	71%

Bco Abc	6	15	5	5	7	38	66%
Bradesco	5	19	6	5	10	45	78%
Bco Brasil	7	19	7	5	8	46	79%
Btg Pactual	7	15	5	5	8	40	69%
Banrisul	6	18	6	5	7	42	72%
Bco Mercantil	6	17	5	5	8	41	71%
Bco Pan	5	16	5	5	9	40	69%
Bco Pine	6	12	5	5	8	36	62%
Itau Unibanco	5	18	7	5	8	43	74%
Itausa	5	16	6	4	8	39	67%
Alfa Holdings	4	7	4	4	5	24	41%
Banestes	4	17	7	5	6	39	67%
Alfa Investimento	4	11	2	5	5	27	47%
Bco Amazonia	5	17	5	5	6	38	66%
Banese	4	15	6	5	5	35	60%
Bco Mercantil de investimentos	4	11	5	1	6	27	47%
BNB	5	18	7	5	7	42	72%
Santander	6	19	6	4	8	43	74%
BRB	6	17	7	5	7	42	72%
Médias	53%	63%	70%	93%	72%	66%	

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

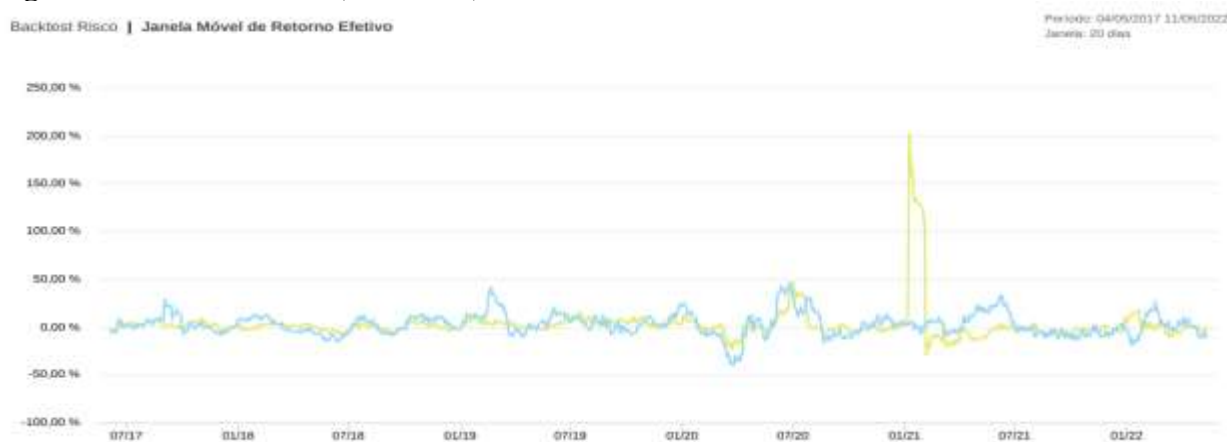
A análise da tabela apresenta a informação que os Bancos que possuem nível de classificação da B3 (N1, N2 ou NM) atendem na média 71% das práticas do manual do IBGC enquanto que as instituições sem classificação B3 em média adotam 61% das práticas do manual. Isso se deve ao fato de que empresas para conseguirem algum nível de Classificação na B3 devem investir em estruturas de GC. Verificou-se também que o aspecto de Órgãos de Fiscalização e Controle foi, no geral, o que teve a maioria das práticas adotadas (93%) o que reforça o elevado grau de Regulação que o setor bancário está inserido e por isso a grande necessidade de demonstrar suas práticas com relação a fiscalização e controle das atividades. O aspecto Sócios, no geral, foi que teve menos práticas adotadas (53%) em função da diversidade as estruturas internas, porém quando analisado de forma relativa verifica-se que os Bancos com níveis de classificação da B3 apresentam mais práticas (58%) contra 47% dos bancos do mercado tradicional.

Cabe destacar que os bancos Bradesco (78%), Banco do Brasil (79%), Itaú Unibanco (74%), Santander (74%) foram os que apresentaram maior quantidade de práticas do IBGC adotadas. Pode-se se traçar um paralelo ao fato de que estes são quatro dos cinco bancos que concentram o mercado do setor bancário brasileiro e para manter suas posições estão buscando níveis elevados de GC. Destaca-se o Santander, que apesar de não possuir classificação na B3, adota elevados padrões de GC excetuando-se o fato de disponibilizar apenas 9,96% de suas ações em circulação que é abaixo dos 25% exigidos pela B3. No segmento de bancos para o mercado tradicional da B3 o observou-se destaque para os bancos públicos na evidencição de práticas de GC com um percentual de 66% de práticas adotadas onde pode-se concluir por se tratarem de empresas públicas há um maior interesse em demonstrar a adoção das melhores práticas. Desta forma os resultados apresentados foram congruentes com o estudo de Gamberro (2013) que concluiu que os bancos pesquisados estavam comprometidos com as regras do IBGC evidenciando as melhores práticas que favorecem uma visão mais segura para o potencial investidor.

4.2 Comparativo de carteiras de bancos com e sem níveis diferenciados de GC da B3

A análise da volatilidade foi desenvolvida em duas fases, na primeira foi mantido o banco BRB na análise e no segundo momento o referido banco foi excluído da análise, pois em 05/01/2021 houve um *Split* (aumento na quantidade de ações na bolsa) das ações do BRB que gerou uma supervalorização de 1.098% gerando distorção elevada na volatilidade do ativo. A primeira fase foi a criação de duas carteiras teóricas de ações onde uma era composta por 10 ações dos bancos com nível de GC da B3 (N1, N2 e NM) cada uma com peso de 10% e a outra com 9 ações dos bancos do mercado tradicional, incluindo o Brb, cada uma com peso de 11,11%. Desta forma garantiu-se que cada ação fosse representada de forma proporcional. A figura 1 apresenta o gráfico do *backtest* de risco considerando a janela móvel de retorno efeito para a fase 1, extraído do website comparador de ativos para o período de 04/05/2017 à 11/05/2022.

Figura 1 - Gráfico Fase 1 (com BRB)



Fonte: Comparador de Ativos (2022).

A linha azul do gráfico 1 representa a carteira de ações com GC e a amarela são as ações do mercado tradicional. Visualmente verificamos um pico de volatilidade no mês de janeiro de 2021 para as ações sem GC. A tabela 2 apresenta os dados de volatilidade obtidos na fase 1: volatilidade dos últimos 12 meses; volatilidade dos últimos 5 anos, índice de *Sharpe*; dias com retorno positivo e negativo; retorno diário médio, máximo e mínimo e suas respectivas data.

Tabela 2 – Volatilidade Fase 1

Vol.	Período selecionado: 5 anos - 1260									
	12 meses	Vol.	Índice <i>Sharpe</i>	Dias c/ retorno		Retorno diário				
				Pos.	Neg.	Médio	Máximo	Data	Mínimo	Data
NDGC	21,11%	32,60%	0,81	627	615	0,13%	15,29%	21.07.20	-12,27%	12.03.20
Demais	12,68%	47,17%	0,53	614	628	0,12%	73,95%	06.01.21	-9,16%	12.03.20

Fonte: Comparador de Ativos (2022).

Ao analisar a figura 1 (gráfico fase 1) e a tabela 2 (volatilidade fase 1) observou-se que os bancos que possuem nível de classificação da B3 apresentaram, no período de 5 (cinco) anos, menor volatilidade 32,60% contra 47,17% dos Bancos inseridos no mercado tradicional. (Incluir resultado de outros autores). Esse resultado está aderente a tese de que os Bancos com melhores níveis de governança tendem a ter seus ativos com menor grau de risco. Porém quando verificado apenas os últimos 12 meses observa-se que os Bancos do mercado tradicional apresentaram volatilidade de 12,90% contra 21,11% dos Bancos com níveis B3 o

que sucinta a existência de outros fatores que estão relacionados a volatilidade das ações. (citar outros autores que fale sobre fatores de volatilidade). O gráfico 01 apresenta uma elevada alteração para a carteira com os Bancos sem nível de GC para o período de janeiro de 2021 onde a volatilidade atingiu valor acima de 200% que trouxe distorção para o estudo. Por este motivo o estudo em duas fases com a retirada do BRB da amostra.

A ferramenta de comparação de ativos também apresentou outras informações relevantes, como o índice de *Sharpe* que é uma medida do excesso de rendimento por unidade de risco de um investimento onde, o investimento com o índice *Sharpe* mais alto oferece um retorno maior para o mesmo nível de risco e neste ponto observou-se que os Bancos com nível de classificação da B3 (NDGC) apresentaram índice 52,83% melhor na relação ao retorno/risco. (incluir resultado de outros autores). Os dias com retorno positivo/negativo foram equivalentes entre as carteiras o que também foi observado em relação ao retorno diário médio, porém ressalta-se que neste item apresenta um elevado desvio padrão nas carteiras de bancos sem nível de classificação B3. A segunda fase foi a criação de duas carteiras teóricas de ações onde uma era composta por 10 ações dos bancos com nível de GC da B3 (N1, N2 e NM) cada uma com peso de 10% e a outra com 8 ações dos bancos do mercado tradicional, excluindo o Brb, cada uma com peso de 12,25%. Desta forma garantiu-se que cada ação fosse representada de forma proporcional. A figura 2 apresenta o gráfico do *backtest* de risco considerando a janela móvel de retorno efeito para a fase 2, extraído do website comparador de ativos para o período de 04/05/2017 à 11/05/2022.

Figura 2 - Gráfico Fase 2 (sem BRB)



Fonte: Comparador de Ativos (2022).

A linha azul do gráfico 1 representa a carteira de ações com GC e a amarela são as ações do mercado tradicional. Visualmente verificamos que a carteira de ações com GC apresenta uma predominância de amplitude da volatilidade. A tabela 3 apresenta os dados de volatilidade obtidos na fase 2: volatilidade dos últimos 12 meses; volatilidade dos últimos 5 anos, índice de *Sharpe*; dias com retorno positivo e negativo; retorno diário médio, máximo e mínimo e suas respectivas data.

Tabela 3 – Volatilidade Fase 2

	Período selecionado: 5 anos - 1260									
	Vol. 12 meses	Vol.	Índice <i>Sharpe</i>	Dias c/ retorno		Retorno diário				
				Pos.	Neg.	Médio	Máximo	Data	Mínimo	Data
NDGC	21,11%	32,60%	0,81	627	615	0,13%	15,29%	21.07.2020	-12,27%	12.03.2020

Demais	12,68%	21,93%	0,38	625	617	0,06%	17,02%	24.03.2020	-9,16%	12.03.2020
--------	--------	--------	------	-----	-----	-------	--------	------------	--------	------------

Fonte: Comparador de Ativos (2022).

Ao analisar a figura 2 (gráfico fase 2) e a tabela 3 (volatilidade fase 2) observou-se que os bancos que possuem nível de classificação da B3 apresentaram, no período de 5 (cinco) anos, maior volatilidade 32,60% contra 21,93% dos Bancos inseridos no mercado tradicional. Esse resultado reforça o fato de que o *split*, ocorrido em 05/01/2021, do BRB gerou distorção na volatilidade dos Bancos do mercado tradicional. Desta forma, os resultados indicam que não somente a GC influencia na volatilidade das ações e que existem outros fatores que podem interferir no aspecto de risco como: quantidade de negócios, liquidez dos ativos, composição do capital social, volume de negócios, resultados apresentados, fatos relevantes e as finanças comportamentais. No tocante as finanças comportamentais, conforme estudo de Kahneman et al. (1974), sabe-se que os investidores não agem sempre de forma racional e que interpretam cenários de acordo com vieses cognitivos que e influenciam na decisão de tomada de risco e por consequência podendo refletir na volatilidade das ações.

Destaca-se a observação de que quando analisado o aspecto rentabilidade, tanto na fase 1 quanto na fase 2, verificou-se que em ambos os casos as ações dos Bancos que possuem nível de classificação da B3 apresentaram maior valorização nos 5 anos do estudo e também nos últimos 12 meses. Deixa-se esta observação para futuros estudos comparativos entre a estrutura GC e a respectiva valorização do ativo. Para o índice de *Sharpe*, nesta etapa, observou-se que os bancos com nível de classificação da B3 apresentaram índice 113,16% melhor na relação ao retorno/risco o que demonstra o efeito da distorção que o *split* de ações do BRB provocou na fase 1. Os dias com retorno positivo/negativo foram equivalentes entre as carteiras. Com relação ao retorno diário médio verificou-se que a carteira com nível de classificação B3 apresentou retorno médio 116,67% superior. Outro fato a ser destacado, tanto na fase 1 quanto na fase 2 (tabelas 2 e 3), foi o retorno diário mínimo que ocorreu na mesma data para a carteira de ações com nível de GC da B3 e para carteira do mercado tradicional, no dia 12/03/2020, onde a bolsa brasileira teve queda de 14,78% em decorrência das incertezas geradas pela pandemia de covid-19 que se alastrava pelo mundo. Verificou-se resultados divergentes, no que se refere a volatilidade das ações dos bancos com níveis diferenciados de GC comparativamente aos bancos do mercado tradicional, em relação ao estudo de Santos (2021) que apresentou resultados que apontam para uma redução do risco e conseqüentemente da volatilidade das ações das empresas do segmento diferenciado da B3 que realizaram mudança em seu nível de GC da B3.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo buscou destacar a GC dos bancos brasileiros listados na B3, assim com o seu efeito na volatilidade dos ativos. Para isso, esperava-se que quanto maior o nível de governança teoricamente menor a volatilidade das ações, já que os investidores se sentem mais seguros em aplicar os seus recursos em bancos com maior governança conforme evidências da pesquisa de Santos (2021) só que a respeito de empresas do segmento diferenciado da B3 que fizeram alguma transição para outro segmento. Esta pesquisa evidenciou que a GC é realizada com base em um conjunto de mecanismos e princípios associados à transparência, equidade, prestação de contas, responsabilidade corporativa e cumprimento de leis e regulamentos, no sentido de minimizar a divergência de informações entre proprietários e gestores, bem como assimilar os interesses do principal e agente para garantir a manutenção da entidade em curto, médio e longo prazo. Assim, para evidenciar as práticas de GC dos bancos brasileiros, tomou como parâmetro a amostra de 19 bancos com histórico de cinco anos de negociação na B3 e o manual de práticas do IBGC e verificou-se quantitativamente as práticas adotadas. A volatilidade das ações, considerando as práticas de

GC dos bancos, foi evidenciada através da ferramenta de comparação de ativos do website Comparador de ativos através da criação de duas carteiras teóricas, sendo uma com algum nível de classificação B3 e a outra do mercado tradicional.

Neste estudo foi possível observar, para amostra analisada, que os Bancos inseridos em algum nível da B3 apresentaram uma maior quantidade de práticas de GC adotadas com relação aos demais e quando se analisa a média geral verifica-se um elevado percentual (66%) de práticas de GC adotadas reforçando a importância de boas práticas da GC em qualquer entidade que se preocupa com a saúde da empresa e visa a transparência perante os interessados. A observação da volatilidade das ações, no período estudado, não apresentou conexão com o nível de GC, quando analisado como único fator isolado, e desta forma destaca-se que existem outros aspectos que influenciam o risco das ações na percepção do mercado como a questão das finanças comportamentais e seus vieses cognitivos onde, nem sempre, o investidor age de forma racional para tomar decisões em ambiente de risco.

Observou-se limitações ao estudo no que diz respeito ao período escolhido visto que para intervalos mais longos haveria redução significativa da amostra e assim uma quantidade limitada de dados para análise. Verifica-se que uma análise econométrica mais robusta traria resultados mais concretos que poderiam gerar conclusões mais precisas. É válido também destacar que este estudo não buscou esgotar o tema abordado em virtude de existirem limitações acerca da temática. Por esta razão, recomenda-se a realização de pesquisas futuras relacionadas a rentabilidade das ações em relação ao nível de GC apresentado a fim de ampliar o entendimento sobre a importância da adoção de boas práticas de GC não somente para os negócios, como também para toda a sociedade, tendo em vista que a temática reflete na economia do país. Espera-se, portanto que os profissionais da área de ciências contábeis possam ampliar a percepção acerca da importância das boas práticas de GC para trazer segurança a investidores e assim dar suporte para o crescimento dos bancos e consequentemente o desenvolvimento do mercado de capitais e da economia do país de forma geral.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, R. S.; KLOTZLE, M. C.; PINTO, A. C. Composição do conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil. **Revista de Administração da UNIMEP**. 2013. 11(1), 156-180. DOI: <http://dx.doi.org/10.15600/1679-5350/rau.v11n1p156-180>.

ANDRADE, C de. **Governança corporativa: um estudo comparativo das principais instituições financeiras privadas brasileiras listadas na B3**. 2018. Universidade de Caxias do Sul. Curso de Ciências Contábeis (Monografia). 63p.

ANDRADE, R. P.; DEOS, S. A trajetória do Banco do Brasil no período recente, 2001-2006: banco público ou banco estatal “privado”? **Revista de Economia contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 1, p. 47-80, jan./abr. 2009

ARAÚJO, A. M. H. B. de; MENDES, P. C. de M.; LUSTOSA, P. R. B. Governança corporativa no Brasil: contraste de práticas entre bancos e instituições não financeiras. **Revista Universo Contábil**, v.8, n.2, p.64-83, 2012.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS E CENTRO DE ESTUDOS DE GOVERNANÇA DA FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS (ABBC). **Cartilha de Governança Corporativa**. São Paulo, 2009.

- BANCO CENTRAL (BACEN). **Sistema Financeiro Nacional (SFN)**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn/>>. Acesso em: 05 de jun. de 2022.
- BANCO CENTRAL (BACEN). **Bancos e Caixas Econômicas**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/bancoscaixaseconomicas/>>. Acesso em: 05 de jun. de 2022.
- BANCO CENTRAL (BACEN). **Relação de participantes do STR - Ambiente de Produção**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pom/spb/estatistica/port/ASTR003.pdf/>>. Acesso em: 01 de jun. de 2022.
- BANKER, R. D., FANG S., & METHA, M. N. (2020). Anomalous Operating Performance During Economic Slowdowns. **Journal of Management Accounting Research**, 32(2), 57-83. <https://doi.org/10.2308/jmar-52547>
- BEDICKS, Heloisa Belotti. **Governança corporativa e dispersão de capital: múltiplos casos no Brasil**. Saint-Paul, 2009.
- BRUM, Felipe Meneghetti. **Aplicação da teoria de Markowitz e índice de Sharpe em um clube de investimento**. 2008.
- CADBURY COMMITTEE. **The report of the committee on financial aspects of corporate governance**. Londres: Cadbury Committee, DEc. 1992.
- CARVALHO, F. J. *et al.* **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007. 454p.
- CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, M. E. A relação entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**. 2013. 16(2), 16-30.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Brasília, 2002.
- FEITOSA, CONCEIÇÃO DE MARIA GRAÇA BARROS. Fintechs: Impactos na Performance Financeira do Mercado Bancário Brasileiro. **Revista Debates em Economia Aplicada**, v. 1, n. 1, 2021.
- FREIRE, Manoela Carolina Joenck et al. **Governança Corporativa: Uma Avaliação do Grau de Adesão às Boas Práticas de GC das Empresas de Santa Catarina listadas na B3**. 2021.
- FREITAS, G. A. de *et al.* Governança Corporativa e Desempenho dos Bancos Listados na B3 em Ambiente de Crise Econômica. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**. v. 21, n. 1, p.100-119 · jan. /abr. 2018.
- GAMERRO, Aline Faleiro. Governança corporativa e instituições financeiras: um estudo comparativo entre três bancos brasileiros. **Trabalho de Conclusão de Curso**, UFRGS. 2013.
- GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- HAAN, J.; VLAHU, R. Corporate governance of banks: A survey. **Journal of Economic Surveys**, 30(2), 228-277, 2016.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Origem da Boa Governança**. Seção Governança. São Paulo. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>. Acesso em: 03 dez. 2021.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Governança Corporativa**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/governaca/governanca-corporativa>. Acesso em: 05 dez. 2021.

KORONTAI, J. N.; FONSECA, M. W. da. Governança corporativa dos bancos e sua relação com indicadores de desempenho e risco. **Enfoque: Reflexão Contábil**, 2020. v. 39, n. 3, pp. 151-168, 2020. DOI: <https://doi.org/10.4025/enfoque.v39i3.47403>.

LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. **Journal of Economic Literature**. v. 35, p. 688-726, 1997.

LEVINE, Ross. The Corporate Governance of Banks: A concise Discussion of Concepts and Evidence. **World Bank Policy Research**, Working Paper 3404, Sep., 2004.

LEVINE, **Finance. growth**: Theory and evidence. Handbook of Economic Growth, n. 1, p. 865. 2005.

LIMA, A. C. Análise prospectiva da indústria bancária no Brasil: regulação, concentração e tecnologia. **Revista de Administração Contemporânea**. 2016. 20(5), 546-567. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac2016150053>.

MACHADO, V. N. *et al.* Evidenciação do Contexto Econômico na Relação entre Governança Corporativa e Volatilidade das Ações nas Companhias Abertas Brasileiras. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**. v. 24, N. 1, p.1-19 · jan.-abr. 2021.

MARCASSA, A. C. **Mecanismos de governança corporativa em bancos**. São Paulo, SP: BACEN, 2000.

MARKOWITZ, H.. Portfolio Selection. **Journal of Finance**, v.7, n.1, p.77-91, 1952.

MARTINS, H. C., HILDEBRAND, D. F. N. & ZIVIANI, F. Governança corporativa: um estudo da produção científica da Anpad no período de 2000 a 2007. In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO. XXXII EnANPAD. **Anais Eletrônicos**... Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. Recuperado em 06 abril, 2012, de <http://www.anpad.org.br/>.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F.. Dividend Policy, growth and the valuation of shares. **Journal of Business**, v.34, p.411-433, 1961.

MODIGLIANI, F. MILLER, M. H.. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, v.48, n.3, p.261-97, 1958

NASCIMENTO. A. M., *et al.* **Controladoria**: um enfoque na eficácia organizacional. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2013.

OLIVIERI, C.; J. NESTLEHNER, PAIVA JÚNIOR, P. C. de A. Governança, governança corporativa e governança pública: os diferentes debates de um conceito em construção. **Revista Eletrônica de Administração** (Online) ISSN: 1679-9127, v. 17, n.2, ed. 33, Jul-Dez 2018.

OTTO, G.; SÉLLOS, L.; ARAÚJO, D. Análise da Diversificação de um Portfólio de Renda Variável através de Indicadores de Desempenho. In: SIMPÓSIO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 5., 2017, Santa Catarina. **Anais...** Santa Catarina: SIMEP, 2017.

PROWSE, S. Corporate Control in Commercial Banks. **Journal of Financial Research**, 20(4), pp. 509-27. 1997.

RIBEIRO, W. L. **Governança corporativa no setor bancário brasileiro: a transparência voluntária de informações**. 2017. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Curso de Gestão Integradas das Organizações (Dissertação). 79 p.

RODRIGUES, J. A.; MENDES, G. de M. **Governança corporativa: estratégia para geração de valor**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004. 227 p.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo, Editora Atlas, 2011.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. Ed. São Paulo: Atlas, 2014.

SANTOS, Matheus Neres dos. Governança corporativa e volatilidade: uma análise para os três níveis do mercado diferenciado da b3 utilizando modelos garch, tgarch e egarch. 2022.

SHARPE, W. F.. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. **Journal of Finance**, v.19, n.3, p.425-442, 1964

SILVA, E. C. da. **Governança corporativa nas empresas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SLOMSKI, V. *et al.* **Governança corporativa e governança na gestão pública**. São Paulo: Atlas, 2008.

SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. Governança em estruturas proprietárias concentradas: novas evidências para o Brasil. **Revista de Administração**. 2014. 49(2), 240-250. DOI:10.5700/rausp1149.

STEINBERG, H. **A dimensão humana da governança corporativa: pessoas criam as melhores e piores práticas**. São Paulo: Gente, 2003.

SWANSON, Jesper; LINDBERG, Linus. What determines the differences in idiosyncratic volatility between Swedish firms and comparable European firms?. **Department of Economics Thesis**. Lund University. 2018.

SWITZER, Lorne N.; PICARD, Alan. Stock market liquidity and economic cycles: A non-linear approach. *Economic Modelling*, v. 57, p. 106-119, 2016.

VIEIRA, A. **A evolução da governança corporativa no mercado financeiro brasileiro**. 2015. Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC. Monografia. 63 p.