UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ANÁLISE COMPARATIVA DA RENTABILIDADE DO SETOR BANCÁRIO
PRIVADO ATUANTE NO BRASIL NO PERÍODO DE 1997 A 2004

Jaime Gregório

Orientadora: Dra. Marina Mitiyo Yamamoto

SÃO PAULO

2005

Prof. Dr. Adolpho Jose Melfi
Reitor da Universidade de São Paulo

Profa. Dra. Maria Tereza Leme Fleury
Diretora da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Fábio Frezatti
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

JAIME GREGÓRIO

**ANÁLISE COMPARATIVA DA RENTABILIDADE DO SETOR BANCÁRIO
PRIVADO ATUANTE NO BRASIL NO PERÍODO DE 1997 A 2004**

Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Controladoria e Contabilidade.

Orientadora: Profa. Dra. Marina Mitiyo Yamamoto

SÃO PAULO

2005

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Gregório, Jaime

Análise comparativa da rentabilidade do setor bancário privado
atuante no Brasil no período de 1997 a 2004 / Jaime Gregório. --
São Paulo, 2005.

113 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2005
Bibliografia

1. Contabilidade financeira 2. Bancos 3. Correção monetária
4. Valor (Contabilidade) I. Universidade de São Paulo. Faculdade
de Economia, Administração e Contabilidade. III. Título.

CDD – 657.48

Ao Banco Central do Brasil que me possibilitou as condições necessárias para dedicação exclusiva ao mestrado.

À Profa. Dra. Marina Mitiyo Yamamoto pela orientação na condução do estudo e pelas preciosas sugestões para aprimoramento do trabalho.

Ao Daniel Martins Sanches, meu orientador técnico no Banco Central, pelo incentivo para ingressar no programa de mestrado, pela confiança depositada e pela troca de idéias.

À minha querida esposa Rose, pelo amor e carinho e por estar sempre ao meu lado.

A todos os Professores do mestrado, com os quais eu muito aprendi. Em especial ao Prof. Dr. Ariovaldo dos Santos, por ter me disponibilizado a base de dados da “Melhores e Maiores”, e o Prof. Dr. Gilberto de Andrade Martins pelas constantes trocas de idéias e pelas sugestões para desenvolvimento do tema de pesquisa.

Aos meus amigos de mestrado, pela convivência e pela troca de experiências. Um agradecimento especial ao Gerlando A. S. F. de Lima, pela amizade e pelos comentários e sugestões quando da leitura de meu projeto de pesquisa.

Aos meus amigos do Banco Central, pela amizade, incentivo e apoio durante o curso de mestrado.

RESUMO

O objetivo desta dissertação foi investigar se a Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (ROE) do setor bancário privado atuante no Brasil foi maior do que a dos setores não-financeiros privados no período de 1997 a 2004. Partiu-se de uma comparação geral para comparações mais detalhadas a fim de se chegar a respostas mais consistentes e verificar se o que vale para o todo vale para as partes que o compõem. Considerou-se tanto o ROE legal quanto o ROE ajustado pelos efeitos da inflação. Analisou-se também a rentabilidade dos cinco maiores bancos privados brasileiros comparativamente a seus pares de países desenvolvidos selecionados. Por fim, foi analisado se a rentabilidade auferida pelo setor bancário privado foi maior do que seu custo de capital próprio, ou seja, se seu *spread* econômico foi positivo. Utilizou-se, como medida para comparação, a média dos ROE's e o seu desvio padrão. Para estimação do custo do capital próprio foi utilizado o CAPM tendo como *benchmark* as taxas dos EUA adaptadas ao risco Brasil. Os resultados da pesquisa evidenciaram que, na média, a rentabilidade do setor bancário privado foi maior do que a dos setores não-financeiros privados e apresentou menor volatilidade, tanto pelo ROE legal quanto pelo ROE ajustado pelos efeitos da inflação, neste caso, no entanto, as diferenças foram menores. Na comparação com os maiores bancos de países selecionados, evidenciou-se que o ROE médio dos maiores Bancos Privados brasileiros não destoava de seus pares de países desenvolvidos. Quanto à questão do *spread* econômico, considerou-se o ROE ajustado tanto pelo IGP-M quanto pelo IPCA. Em ambos os casos, o *spread* econômico do setor bancário privado só foi positivo em 1999. No período de 1997 a 2004, o *spread* econômico foi de -6,4%, quando se utilizou o IGP-M, e de -4,6%, quando se utilizou o IPCA. Concluindo: embora o setor bancário privado, na média, tenha apresentado Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido maior do que os setores privados não-financeiros privados, essa rentabilidade não foi suficiente para cobrir o custo do capital próprio. Dessa forma, na média, os Bancos não têm conseguido criar valor para os acionistas.

ABSTRACT

The objective of this thesis was to investigate if the return on equity (ROE) from the private banking sector that operates in Brazil was bigger than the non-financial private sectors in the period from 1997 to 2004. It began from a general comparison and evolved to more specific comparisons in order to reach more consistent answers and to analyze if what is true for the whole is true for the parts that complete it. It was considered both the legal ROE and the adjusted ROE by the inflation effects. It was also analyzed the ROE of the five largest Brazilian private banks comparatively to theirs peers from developed countries selected. At last, it was analyzed if the ROE of the private banking sector was bigger than its own capital cost, that is, if its economic spread was positive. It was used, as comparison measure, the average of the ROE's and its standard deviation. The CAPM having as benchmark the USA rates adapted to the Brazil's risk was used for estimating the cost of own capital. The results of the research showed that, on the average, the ROE of the private banking sector was bigger than the non-financial sectors and presented less volatility, as for the legal ROE as for the adjusted ROE by the inflation effects, in this case, however, the differences were lower. In the comparison with the biggest banks from selected countries, it was showed that the average ROE of the biggest Brazilian private banks wasn't different from their developed countries peers. Regarding economic spread, it was considered as the ROE adjusted by the IGP-M as by the IPCA. In both cases the private banking sector economic spread was positive only in 1999. In the period from 1997 to 2004, the economic spread was -6,4%, when IGP-M was used, and -4,6%, when IPCA was used. To sum up, although the private banking sector, on the average, showed ROE bigger than the non-financial private sectors, this ROE was not enough to cover the own capital cost. In this way, on average, the banks have not created value for their stockholders.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS	3
1 INTRODUÇÃO	5
1.1 Caracterização do Problema de Pesquisa	5
1.2 Questão de Pesquisa e Hipóteses de Trabalho	8
1.3 Objetivos do Trabalho	9
1.4 Metodologia	9
1.5 Limitações da Pesquisa	10
1.6 Estrutura dos Capítulos	11
2 EVOLUÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO – PÓS-1964.....	13
2.1 Aspectos Institucionais	13
2.2 Conjuntura Econômica.....	19
2.2.1 1º Período - 1965 a 1979	19
2.2.2 2º Período - 1980 a 1993	21
2.2.3 3º Período- Pós-Plano Real	27
3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	35
3.1 Medidas de Desempenho das Empresas.....	35
3.1.1 Índices de Retorno sobre o Investimento.....	40
3.1.2 Particularidades dos Índices de Retornos para os Bancos	45
3.2 Medida de Valor para o Acionista	47
3.3 Estimativa do Custo do Capital Próprio – O Modelo CAPM.....	48
3.4 Revisão Bibliográfica	54
3.4.1 Análise do ROE dos Bancos	55
3.4.2 Análise ROE <i>versus</i> Custo de Capital Próprio de Companhias Não-Financeiras	59
4 PESQUISA EMPÍRICA	63
4.1 Amostra e Critérios	63
4.1.1 Definição da Amostra e Coleta de Dados.....	63
4.1.2 Critérios para Correção Monetária das Demonstrações Contábeis dos Bancos	67
4.1.3 Cálculo do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).....	74
4.1.4 Indexadores.....	74
4.1.5 Critérios de Comparação	77
4.1.6 Medidas Utilizadas	81
4.2 Apresentação e Análise dos Resultados	82
4.2.1 Setor Bancário <i>versus</i> Setores Não-Financeiros	82
4.2.2 Controle Nacional <i>versus</i> Controle Estrangeiro	89
4.2.3 Maiores Bancos Privados Brasileiros <i>versus</i> Maiores Bancos Estrangeiros.....	91
4.2.4 <i>Spread</i> Econômico	92
5 Considerações Finais	97
REFERÊNCIAS.....	100

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANDIMA	: Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro
APR	: Ativos Ponderados pelo Risco
Bacen	: Banco Central do Brasil
BIS	: Bank for International Settlements
CAPM	: Capital Asset Pricing Model (Modelo de Precificação de Ativos Financeiros)
CDI	: Certificado de Depósito Interbancário
CMN	: Conselho Monetário Nacional
CMN	: Conselho Monetário Nacional
COSIF	: Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional
CVM	: Comissão de Valores Mobiliários
EVA	: Economic Value Added (Valor Econômico Adicionado)
FGV	: Fundação Getúlio Vargas
IBGE	: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IGP-DI	: Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	: Índice Geral de Preços – Mercado
IPCA	: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
Ke	: Custo do Capital Próprio
MVA	: Market Value Added (Valor Agregado pelo Mercado)
PIB	: Produto Interno Bruto
PLE	: Patrimônio Líquido Exigido
PROER	: Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional
PROES	: Programa de Incentivo à Redução da Presença do Estado na Atividade Bancária
ROA	: Return On Assets
ROE	: Return On Equity
ROI	: Return On Investment
SELIC	: Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SFN	: Sistema Financeiro Nacional
SVA	: Shareholder Value Added (Valor Criado ao Acionista)
T-Bond	: Treasury Bond (Obrigação do Tesouro)
WACC	: Weighted Average Cost of Capital (Custo Médio Ponderado de Capital)

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Fator de Risco para Cálculo do Ativo Ponderado	17
Tabela 2 – PIB e Inflação	20
Tabela 3 – PIB e Inflação no Período de 1980 a 1993 - %	21
Tabela 4 - Países Selecionados - Instituições Financeiras/PIB - Média 1985/1991- %.....	23
Tabela 5 - Estrutura do Ativo dos Bancos Comerciais Privados - 1980/1987 – Em %	27
Tabela 6 - Estrutura do Ativo dos Bancos Comerciais Privados - 1988/1993 – Em%	27
Tabela 7 – Participação do Setor Financeiro no PIB	28
Tabela 8 – Evolução das Tarifas Bancárias Frente às Despesas.....	31
Tabela 9 - Composição do Ativo dos Bancos Múltiplos Privados - %	32
Tabela 10 - Participação no total de ativos do SFN por tipo de controle acionário - em %	33
Tabela 11 - Evolução do número de Bancos	33
Tabela 12 – Indicadores da Economia Brasileira - Em % no ano, menos Câmbio.	34
Tabela 13 – ROE Desmembrado para os Bancos	46
Tabela 14 – Custo do Capital Próprio	52
Tabela 15 – Taxas básicas dos EUA - %	54
Tabela 16 - Taxas para Prêmio pelo Risco País Ajustado.....	54
Tabela 17 - Indicadores básicos do mercado referência	59
Tabela 18 - Indicadores de risco país	60
Tabela 19 - <i>Spread</i> médio por setor do retorno do acionista - (ROE – Ke) - em %	61
Tabela 20 - Número de Bancos Privados Selecionados	65
Tabela 21 - Participação nos Ativos do Sistema Bancário – em %	66
Tabela 22 - Número de Empresas Privadas Selecionadas.....	66
Tabela 23 - Participação no total das Vendas das 500 maiores - %.....	66
Tabela 24 - Setores Econômicos.....	67
Tabela 25 - Índices Gerais de Preços	75
Tabela 26 - Setores Selecionados e Nº de Empresas que os compõem	78
Tabela 27 - Taxas de Inflação* em %	80
Tabela 28 - Total de Bancos e Empresas - Sem <i>Outliers</i>	81
Tabela 29 – Nº de Empresas por Setores Selecionados - sem <i>Outliers</i>	82
Tabela 30 - Setor Bancário <i>versus</i> Setores Não-Financeiros – ROE Legal em %	82
Tabela 31 – Dez Maiores Setores Não-Financeiros – ROE Legal em %	83
Tabela 32 - 5 Maiores Bancos <i>versus</i> 5 Maiores Empresas – ROE Legal em %	83
Tabela 33 - Setor Bancário <i>versus</i> Setores Não-Financeiros – ROE Ajustado em %	85
Tabela 34 - Dez Maiores Setores Não-Financeiros – ROE Ajustado em %	86
Tabela 35 - 5 Maiores Bancos <i>versus</i> 5 Maiores Empresas – ROE Ajustado em %	86
Tabela 36 - Controle Privado Nacional / Estrangeiro - ROE Legal - %	89
Tabela 37 - Controle Privado Nacional / Estrangeiro - ROE Ajustado em %.....	90
Tabela 38 – ROE dos Cinco Maiores Bancos de Países Desenvolvidos Escolhidos - %	91
Tabela 39 – ROE Cinco Maiores Bancos Privados Brasileiros – em %	91
Tabela 40 – <i>Spread</i> Econômico do Setor Bancário - %	92
Tabela 41 - <i>Spread</i> Econômico – Percentual de Bancos com ROE < ou > Ke	92
Tabela 42 – <i>Spread</i> Econômico – Bancos Privados Nacionais - %	94
Tabela 43 – <i>Spread</i> Econômico – Bancos Estrangeiros - %	94
Tabela 44 - <i>Spread</i> Econômico – Percentual Bancos Privados Nacionais com ROE < ou > Ke	94
Tabela 45 – <i>Spread</i> Econômico – Percentual Bancos Estrangeiros com ROE < ou > Ke.....	94
Tabela 46 - <i>Spread</i> Econômico do Setor Bancário - %.....	95

Tabela 47 - <i>Spread</i> Econômico - Percentual dos Bancos com ROE < ou > Ke	95
Tabela 48 - <i>Spread</i> Econômico - Bancos Privados Nacionais - %	95
Tabela 49 - <i>Spread</i> Econômico - Bancos Estrangeiros - %	95
Tabela 50 - <i>Spread</i> Econômico - Percentual Bancos Privados Nacionais com ROE < ou > Ke	95
Tabela 51 - <i>Spread</i> Econômico - Percentual Bancos Estrangeiros com ROE < ou > Ke	96

1 INTRODUÇÃO

1.1 Caracterização do Problema de Pesquisa

No Brasil, tem-se a percepção de que o setor bancário brasileiro têm tido desempenho melhor que o dos demais setores não-financeiros da economia (indústria, comércio e serviços) apresentando lucros proporcionalmente maiores e uma rentabilidade¹ (Retorno sobre o Patrimônio Líquido ou ROE – *Return on Equity*) maior. Em boa medida, credita-se esse desempenho às altas taxas básicas de juros (taxa Selic) praticadas pelo Banco Central do Brasil desde o início do Plano Real.

A taxa Selic serve como referência para os custos de captação dos Bancos e para os títulos da dívida pública federal, que, supostamente, possuem risco baixo. No entanto, devido às suas altas taxas reais de juros, acabam proporcionando ganhos expressivos para seus investidores, entre os quais se destacam os Bancos.

De fato, sob o ponto de vista dos Bancos, a aplicação em títulos públicos federais tem algumas vantagens, entre as quais se destacam a liquidez e a ponderação zero para efeito de alocação de capital próprio² em função de seu baixo risco. Além disso, em algumas circunstâncias, dependendo da taxa de juros básicos e da instabilidade da economia, o *spread* dessas aplicações pode até ser maior do que o das operações de crédito. Conforme estudo da FIPECAFI (2004, p. 60 e 61), foi o que ocorreu nos anos de 2002 e 2003, em que a taxa Selic média anual foi de 19,2% e 23,3%, respectivamente. Para o conjunto das Instituições Financeiras, excluindo Bancos de Desenvolvimento, apurou-se que o *spread* líquido, ou seja, receitas de juros menos todas as despesas, foi de 4% para as operações de crédito e de 18% para as operações com títulos e valores mobiliários (principalmente títulos públicos federais) para o ano de 2002 e de, respectivamente, 8% e 11% para o de 2003. No entanto, com a queda da taxa Selic no primeiro semestre de 2004 para uma média de 15,8% ao ano, os percentuais se alteraram para 14,0% para as operações de crédito e 9,3% para operações com títulos e valores mobiliários.

---

¹ Neste trabalho, rentabilidade refere-se a Retorno sobre o Patrimônio Líquido, a não ser que seja especificado o contrário. Além disso, rentabilidade e retorno são utilizados como sinônimos.

Outra questão é que em momentos de instabilidade da economia, os Bancos podem optar por aplicações mais seguras, representadas pelos títulos públicos, mesmo que com menores ganhos. Isso pode explicar, em parte, a baixa relação de empréstimos bancários em relação ao PIB no Brasil comparativamente a outros países.

A percepção de setores da sociedade brasileira de que os Bancos têm retornos elevados remontam ao início dos anos oitenta e se cristalizou no período hiper-inflacionário. Em um contexto de alta inflação e crise fiscal do Estado brasileiro, os Bancos se concentraram na captação de depósitos e na aplicação em títulos públicos para auferirem ganhos no processo de “transferências inflacionárias”. De fato, esse ambiente econômico foi favorável aos Bancos, fazendo com que a participação do setor financeiro no PIB atingisse 25% em 1989, percentual muito elevado comparativamente a países desenvolvidos.

Com a implantação do Plano Real em 1994 e a conseqüente redução da inflação, as receitas inflacionárias auferidas pelos Bancos praticamente zeraram. Aliado a isso, problemas de má gestão fizeram com que muitos Bancos apresentassem dificuldades no início do Plano Real. Alguns Bancos, inclusive, sofreram intervenção do Banco Central, foram liquidados ou tiveram seu controle acionário transferido. Passado esse período inicial de turbulência para o setor bancário, muitos segmentos da sociedade, principalmente o industrial, reclamavam que a política de juros elevados praticada pelo governo favorecia o setor bancário, incrementando seus ganhos.

Muitas reclamações recentes, pós 1994, sobre maiores lucros e rentabilidade do setor bancário carecem, na maioria das vezes, de rigor metodológico, já que, em geral são feitas comparações superficiais, com pequenas amostras e daí se tiram conclusões, muitas vezes apressadas.

Um dos problemas dessas comparações, muitas vezes, é a não consideração dos efeitos da inflação nas demonstrações contábeis. Os resultados da correção monetária podem se dar de maneira diferente nas demonstrações contábeis de diferentes empresas, o que vai depender de suas estruturas patrimoniais. Assim, em linhas gerais, se uma empresa tem seu patrimônio

---

² Em linhas gerais, os Bancos, em função do acordo da Basiléia, precisam manter um percentual de capital próprio proporcional ao risco de seus ativos. Os títulos públicos federais têm ponderação zero, portanto, os Bancos não precisam alocar capital próprio para essas aplicações.

líquido maior que o seu ativo permanente, vai haver uma diminuição do lucro e, conseqüentemente, uma diminuição do ROE, como é o caso, no geral, dos Bancos; por outro lado, se o patrimônio líquido é menor que o ativo permanente e o aumento no lucro for proporcionalmente maior do que o aumento no patrimônio líquido, vai haver um aumento do ROE. Portanto, comparações que não levam em conta os efeitos da correção monetária sobre as demonstrações contábeis podem estar distorcidas e apresentar resultados inconsistentes.

O setor bancário tomado como um todo pode ocultar informações importantes das partes que o compõem. Os Bancos Públicos, por exemplo, podem ter sua administração voltada para outros objetivos que não o de criar valor para o acionista e por essa razão apresentar desempenho que, às vezes, destoa dos Bancos Privados, mas influenciam a média do setor.

Outro aspecto é que em um mundo globalizado a competição entre as empresas se dá cada vez mais a nível internacional e não só dentro de um país. Dessa forma, para se ter uma visão mais abrangente do desempenho do setor bancário brasileiro, é necessário compará-lo com o setor bancário de outros países. O setor bancário brasileiro pode apresentar um ROE mais elevado que o dos setores não-financeiros da economia. No entanto, se o seu desempenho estiver abaixo da maioria dos setores bancários de outros países significa que, na verdade, o seu desempenho precisa melhorar. Nessas comparações, porém, não se pode deixar de considerar as especificidades de cada país uma vez que elas podem influir na rentabilidade dos Bancos. No Brasil, por exemplo, os Bancos são obrigados a direcionar boa parte dos recursos captados em caderneta de poupança para operações de crédito imobiliário ou rural, que possuem taxas de juros menores que outras operações. Além disso, o fator de ponderação para multiplicação dos ativos ponderados pelo risco é 11%, contra 8% nos países desenvolvidos. Não obstante essas especificidades, as comparações do setor bancário brasileiro com o setor bancário de outros países podem fornecer informações importantes.

Outra deficiência importante, quando se comenta sobre os altos retornos dos Bancos, é a não consideração do custo do capital próprio. Um dos princípios de criação de valor para o acionista está relacionado à capacidade da empresa em conseguir gerar retornos maiores que o custo do capital próprio. Se o ROE de um banco for de 20% ao ano, em princípio esse número não significa desempenho bom ou ruim. Tudo vai depender do custo do capital próprio envolvido.

1.2 Questão de Pesquisa e Hipóteses de Trabalho

A não consideração dos aspectos levantados acima pode levar a conclusões limitadas, que refletem muitas vezes somente um lado do problema. Ao se analisar um problema é necessário fazê-lo sob diferentes ângulos, considerar diferentes abordagens. Somente assim é possível tirar uma conclusão consistente, ou conclusões consistentes, uma vez que o que pode valer para o todo, não necessariamente vale para as partes que o compõem.

A pesquisa se concentra em comparar a rentabilidade do setor bancário privado com a dos setores não-financeiros privados. O problema de pesquisa pode ser resumido na seguinte questão:

A rentabilidade sobre o patrimônio líquido do setor bancário privado atuante no Brasil foi maior do que a rentabilidade dos setores não-financeiros privados no período de 1997 a 2004?

Formulado o problema de pesquisa, propõem-se possíveis respostas, hipóteses de pesquisa, que serão corroboradas ou refutadas pela conclusão do estudo. Assim, é formulada a seguinte hipótese geral da pesquisa:

HG: A rentabilidade do setor bancário privado atuante no Brasil foi maior do que a rentabilidade dos setores não-financeiros privados no período de 1997 a 2004, excetuando-se o caso dos maiores bancos de países selecionados, cujo período foi de 1997 a 2003.

Além da hipótese geral, foram estabelecidas as seguintes hipóteses secundárias que procuram segmentar o problema nas diversas partes que o compõem para se ter uma visão mais completa do assunto. As hipóteses foram formuladas tendo como base o período de 1997 a 2004:

HS₁: A rentabilidade do setor bancário privado atuante no Brasil foi maior do que a dos dez maiores setores não-financeiros, quando tomados individualmente.

HS₂: A rentabilidade média dos cinco maiores Bancos Privados foi maior do que a rentabilidade média das cinco maiores empresas não-financeiras.

HS₃: A rentabilidade dos Bancos Privados Nacionais foi maior do que a rentabilidade dos Bancos Estrangeiros que atuam no país.

HS₄: A rentabilidade média dos cinco maiores Bancos Privados brasileiros foi maior do que a rentabilidade média dos cinco maiores Bancos dos países desenvolvidos selecionados.

HS₅: A rentabilidade do setor bancário privado atuante no Brasil foi maior do que o custo do capital próprio e, dessa forma, contribuído para criar valor para os acionistas.

1.3 Objetivos do Trabalho

O objetivo geral do trabalho é analisar de maneira criteriosa se a rentabilidade do setor bancário tem sido maior do que a dos setores não-financeiros no período de 1997 a 2004. Como objetivos específicos, têm-se:

- a) Analisar se há diferenças significativas entre os ROE's legais, ou seja, que não consideram os efeitos da inflação nas demonstrações financeiras, e os ROE's ajustados, que consideram, entre os setores bancários e não-financeiros;
- b) Comparar a rentabilidade entre o setor bancário brasileiro e o setor bancário estrangeiro que atua no país;
- c) Verificar se a rentabilidade gerada pelo setor bancário tem sido suficiente para cobrir seu custo de capital próprio;
- d) Analisar como tem sido a atuação do setor bancário brasileiro após as reformas iniciadas nos anos de 1964 e 1965 e se as mudanças no ambiente econômico influenciam essa atuação.

1.4 Metodologia

Segundo Richardson (1999, p.22), “A metodologia são as regras estabelecidas para o método científico, por exemplo: a necessidade de observar, a necessidade de formular hipóteses, a

elaboração de instrumentos etc.” De uma maneira mais simples, metodologia pode ser entendida como um conjunto de regras de como proceder no curso da investigação.

Sobre a tipologia do estudo, este trabalho é identificado como empírico-analítico, que, segundo Martins (2000, p. 34), caracteriza-se por ser: “(...) uma abordagem que apresenta em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos. Privilegiam estudos práticos. Suas propostas têm caráter técnico, restaurador e incrementalista. (...)”

Quanto à composição das amostras, elas são não probabilísticas, baseadas, pelo julgamento do autor, na relevância e disponibilidade dos dados de Bancos e de empresas não-financeiras. Uma vez que se trata de amostras não probabilísticas, as afirmações não podem ser generalizadas, ou seja, elas só valem para as amostras com que se vai trabalhar.

A seleção dos Bancos Privados que atuam no Brasil foi feita com base no relatório 50 Maiores Bancos e Consolidado do Sistema Financeiro Nacional efetuado pelo Banco Central do Brasil (BACEN). A seleção das empresas não financeiras foi feita com base na publicação “Melhores e Maiores” da Revista Exame³ e a seleção dos maiores Bancos dos países selecionados foi feita com base na publicação inglesa *The Banker*⁴. Maiores detalhes sobre os critérios de seleção das amostras estão descritos no item 4.1.

Para a comparação dos ROE's dos Bancos com empresas não-financeiras são utilizadas, como medidas básicas, a média e o desvio padrão.

1.5 Limitações da Pesquisa

Como já dito no item anterior, as amostras desta pesquisa são não probabilísticas e por isso não se podem fazer generalizações, os resultados valem somente para as amostras do estudo. Assim, na análise dos resultados e nas considerações finais quando se fala em setor bancário e setores não-financeiros, entenda-se que se trata das amostras delineadas nesta pesquisa.

---

³ “Melhores e Maiores” é uma publicação anual da revista Exame, que analisa o desempenho das melhores e maiores empresas do Brasil. A base de dados para essa revista é analisada pela FIPECAFI que se situa no Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

Na correção monetária dos balanços e das demonstrações de resultados dos Bancos, algumas soluções simplificadoras foram estabelecidas em virtude de não se ter todas as informações necessárias para se proceder a uma correção precisa; maiores detalhes estão descritos no item 4.1.2. Dessa forma, os ROE's apresentados são aproximações e não os números exatos.

Na comparação do setor bancário com setores não-financeiros, para se fazer a correção monetária dos balanços e demonstrações de resultado dos Bancos, utilizou-se o Índice Geral de Preços no Mercado (IGP-M). A escolha deste indexador foi feita para se ficar em conformidade com o utilizado pela publicação “Melhores e Maiores” da Revista Exame, base de dados utilizada para os setores não-financeiros. Comparativamente ao IPCA, o IGP-M apresentou variação muito maior. No período de 1996 a 2004, a variação do IGP-M foi de 167% contra 93% do IPCA. Como, no geral, o impacto da correção monetária foi mais acentuado nos Bancos, a utilização de outros indexadores poderia apresentar números razoavelmente diferentes.

Na análise do *spread* econômico, os resultados foram apresentados de forma consolidada, ou seja, para o setor bancário como um todo, para os Bancos Privados Nacionais e para os Bancos Estrangeiros. Embora a apresentação dos resultados individualmente, ou seja, banco a banco, pudesse enriquecer a análise, ela não foi feita porque a condição imposta pelo Banco Central do Brasil para utilização de sua base de dados era a apresentação dos resultados de forma consolidada.

1.6 Estrutura dos Capítulos

A dissertação está estruturada em cinco capítulos, que procuram fazer um desenvolvimento lógico e concatenado do tema até se chegar às considerações finais do trabalho.

O primeiro capítulo apresenta o problema de pesquisa, estabelece as hipóteses de pesquisa, define os objetivos que se pretende atingir, a metodologia utilizada e as limitações desta dissertação.

---

⁴ *The Banker* é uma publicação inglesa especializada em Bancos. Anualmente, no mês de julho, publica uma edição especial com os 1.000 maiores Bancos do mundo.

No segundo capítulo, discute-se a evolução do sistema bancário brasileiro a partir 1964. O enfoque concentra-se em duas vertentes: a institucional e a conjuntura econômica. No primeiro caso, dá-se ênfase às principais alterações institucionais a partir de 1964/1965 que delinearão a estrutura do SFN. No segundo, discute-se como o setor bancário comportou-se diante das diferentes conjunturas econômicas que marcaram o período de estudo e como ele se adaptou a fim de melhorar seu desempenho.

No terceiro capítulo, é desenvolvida uma discussão a respeito dos índices de rentabilidade sobre o investimento e o porquê da escolha do índice de rentabilidade sobre o patrimônio líquido como o mais adequado para as comparações que se fazem nessa dissertação. Discute-se, também, o modelo utilizado, CAPM adaptado para o risco Brasil, para a estimação do custo do capital próprio dos Bancos. Por fim, é feita uma revisão bibliográfica de trabalhos que discutiram a questão da rentabilidade e do comportamento dos Bancos no Brasil.

O quarto capítulo apresenta os critérios utilizados para a presente pesquisa, esclarece o cálculo do ROE para as diferentes comparações feitas, os critérios utilizados para a correção monetária do balanço e da demonstração de resultado dos Bancos, bem como esclarece os critérios para a seleção das amostras e da coleta de dados. São esclarecidas, também, as comparações feitas, bem como as medidas utilizadas para as comparações. Nesse capítulo, são apresentados, também, os resultados e as análises desses resultados, que embasam a aceitação ou rejeição das hipóteses de pesquisa formuladas.

Finalmente, no quinto capítulo, são apresentadas as considerações finais desta dissertação.

2 EVOLUÇÃO DO SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO – PÓS-1964

A evolução recente do sistema bancário brasileiro (pós-1964) pode ser analisada sob dois aspectos: de um lado, focando-se as mudanças institucionais que determinaram a composição e estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN); de outro, as diferentes conjunturas econômicas que marcaram a história recente do país (pós-1964) e como elas influenciaram os Bancos em termos de atuação.

Esse capítulo discute essas questões, centrando-se, primeiramente, nas principais alterações legais a partir dos anos de 1964/1965. Depois, discute-se como as diferentes conjunturas econômicas, nesse período, influenciaram a atuação dos Bancos e sua rentabilidade. Em função das diferentes conjunturas que marcaram esse período: crescimento acelerado da economia na década de 1970, hiperinflação e estagnação da economia na década de 1980 e início de 1990 e queda expressiva da inflação após o Plano Real, essa discussão é dividida em três partes.

2.1 Aspectos Institucionais

No início dos anos sessenta, diversos investimentos feitos na indústria de base no Brasil, principalmente na década anterior, encontravam-se em fase de maturação. O sistema financeiro brasileiro, no entanto, não conseguia atender às necessidades de financiamento da produção e de consumo da economia. Essa limitação impedia a plena utilização da capacidade produtiva instalada das empresas e, conseqüentemente, freava o crescimento econômico.

A fim de equacionar esse problema, bem como redefinir e dar estabilidade à política monetária para evitar surtos inflacionários, uma série de leis foi instituída para reformar o Sistema Financeiro Nacional (SFN), entre as quais se destacam:

- Criação do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), Lei nº 4.380, de 21 de Agosto de 1964;
- Reforma Bancária, Lei nº 4.595 de 31 de Dezembro de 1964;
- Reforma do Mercado de Capitais, Lei nº 4.728 de 14 de Julho de 1965.

A criação do SFH visava estabelecer mecanismos para viabilizar o financiamento de longo prazo para a aquisição da casa própria. Procurava-se, com a criação desse organismo, diminuir o déficit habitacional do início dos anos sessenta, que era muito elevado, mas também estimular a indústria da construção civil e, conseqüentemente, a criação de empregos.

A Lei nº 4.595 alterou, significativamente, a configuração do SFN, criou o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BACEN), definindo suas competências e estabelecendo as normas operacionais, as rotinas de funcionamento e os procedimentos de qualificação aos quais as entidades do SFN deveriam se subordinar. Segundo a exposição de motivos dessa lei, ela tinha como objetivos principais (apud ZINI JR., 1982, p. 73):

- a) Regularização do mercado monetário, conferindo poder relativo de controle independente às Autoridades Monetárias para evitar futuros fenômenos de aceleração inflacionária com base no descontrole monetário;
- b) Regulamentação do mercado financeiro de modo a prover as atividades produtivas com fluxos financeiros estáveis e a taxas de juros compatíveis com o combate à inflação. Proibiram-se, por outro lado, o “mercado paralelo” e os lançamentos de ativos financeiros que não os realizados por intermédio das Instituições Financeiras formais.

A Lei nº 4.728, por sua vez, procurou estruturar um sistema de investimentos destinados a apoiar o desenvolvimento nacional e, dessa forma, atender à crescente demanda por crédito, ou, conforme exposição de motivos da Lei, seu objetivo principal era (apud ZINI JR., 1982, p. 73): “aperfeiçoamento (no sentido de verdadeira criação e expansão) do mercado de capitais privados para propiciar a elevação da taxa de formação de capital do País”.

As alterações introduzidas pela Lei 4.595, inspiradas no modelo bancário norte-americano, visavam à especialização e segmentação, no qual cada tipo de instituição estava direcionado a uma atividade específica, vinculando a captação dos recursos com sua aplicação. Assim, por exemplo, os Bancos Comerciais e as Caixas Econômicas destinavam-se às operações típicas de capital de giro de curto prazo; as Sociedades Financeiras destinavam-se às operações de financiamento de bens de consumo duráveis; os Bancos de Investimento, BNDE, Banco do Nordeste do Brasil S.A., Banco da Amazônia S.A., Banco Nacional de Crédito Cooperativo

S.A. e Bancos de Desenvolvimento dos Estados destinavam-se às operações de financiamento a médio e longo prazo.

No entanto, conforme Andrezo e Lima (2000, p. 81), o sistema de instituições especializadas nunca funcionou na prática. Isso porque, entre os anos de 1970 e 1980, houve um processo de concentração e conglomeração das Instituições Financeiras. O próprio governo, muitas vezes, estimulava as fusões e incorporações, visando à redução dos custos e ampliação dos serviços das Instituições Financeiras. Esse processo levou a uma diminuição do número de Bancos Comerciais, que passou de 224 em 1968 para 109 em 1974 (ZINI JR., 1982 p.95).

Outra Lei importante foi a Lei nº 6.099, de 12 de setembro de 1974, que regulamentou as operações de Leasing e seu tratamento tributário. De acordo com Andrezo e Lima (2000, p. 102), as pequenas e médias empresas não tinham capital para investimento em imobilizado e as linhas de financiamento para esta finalidade eram limitadas. As operações de leasing visavam equacionar este problema. A lei nº 6.099 limitou as operações de leasing entre pessoas jurídicas. Posteriormente, a lei nº 7.132, de 26 de outubro de 1983, permitiu que este tipo de operação tivesse pessoas físicas como arrendatárias.

A Resolução nº 1.524 de 21 de Setembro de 1988 tratou da questão dos Bancos Múltiplos e extinção das cartas-patentes, ela veio para institucionalizar uma situação que já acontecia na prática, substituindo-se um modelo de sistema financeiro segmentado para um modelo universal. Essa norma facultou aos Bancos Comerciais, Bancos de Desenvolvimento, as Sociedades de Crédito Imobiliário e as Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento a organização opcional em uma única instituição financeira, com personalidade jurídica própria, permitindo que os conglomerados financeiros se organizassem na forma de uma única instituição, denominada Banco Múltiplo. As cartas-patentes, que eram as autorizações do Banco Central do Brasil (BACEN) para funcionamento das Instituições Financeiras e que eram negociáveis e transferíveis, foram extintas. As novas autorizações de funcionamento de Instituições Financeiras passaram a ser feitas com base em requisitos de capital mínimo necessário, requerimentos quanto ao grau de alavancagem e critérios de idoneidade e competência de seus gestores.

A Constituição Federal, promulgada em Outubro de 1988, também tratou do Sistema Financeiro Nacional, principalmente, em seu artigo 192. Esse artigo estabeleceu diretrizes

gerais, as quais deveriam ser regulamentadas por lei complementar, o que até hoje não aconteceu.

Em 17 de Agosto de 1994, foi editada a Resolução nº 2.099⁵, cujas principais alterações trazidas foram:

- a) Autorização para funcionamento, transferência de controle societário e reorganização;
- b) Instalação e funcionamento de dependências bancárias no País;
- c) O estabelecimento de limites mínimos de Capital Realizado e Patrimônio Líquido para as Instituições Financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;
- d) A obrigatoriedade de manutenção, pelas Instituições Financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, de valor de Patrimônio líquido compatível com o grau de risco da estrutura de seus ativos.

Os três primeiros itens diziam respeito à reestruturação das Instituições Financeiras, o quarto item era para o Brasil se adequar às orientações do BIS relativas ao requerimento mínimo de capital para as Instituições Financeiras.

O BIS, *Bank for International Settlements*, é uma espécie de Banco Central dos Bancos Centrais. É uma organização internacional, cuja sede fica em Basiléia na Suíça, que tem como objetivos principais promover a cooperação entre os Bancos Centrais e as Instituições Financeiras de diferentes nações. O BIS dispõe de diversos comitês para a discussão de temas específicos, como o comitê de Supervisão Bancária da Basiléia, criado em 1974 com o propósito de ampliar a colaboração entre os órgãos de supervisão bancária.

Em 1988, o BIS publicou o documento “*International Measurement and Capital Standards*”, que ficou conhecido como Acordo da Basiléia, que propôs uma nova forma para a determinação do capital próprio mínimo para as Instituições Financeiras. Em lugar do grau de alavancagem do passivo em relação ao patrimônio líquido, priorizaram-se os riscos assumidos para a determinação da capital próprio mínimo dos Bancos.

---

⁵ Essa resolução sofreu alterações por meio das Resoluções do CMN nºs 2.212/95, 2.301/96 e 2.399/97.

Assim, riscos maiores exigem por parte dos Bancos maior alocação de capital próprio. Para a ponderação do risco dos ativos estão em vigor cinco categorias: 0%, 20%, 50%, 100% e 300%, cada uma indicando o percentual do valor do ativo que estaria exposto a um eventual risco de crédito da contraparte. As categorias de risco estão discriminadas na tabela 1.

Tabela 1 - Fator de Risco para Cálculo do Ativo Ponderado

Ativo	Fator de risco para cálculo do ativo ponderado
Reserva bancária, caixa, operações ativas de responsabilidade ou com garantia do Tesouro Nacional e depósitos do Bacen.	0%
Depósitos bancários, aplicações em ouro e cheques enviados a compensação.	20%
Operações ativas de responsabilidade, ou com garantia de outras Instituições Financeiras (CDI).	50%
Operações ativas de responsabilidade ou com garantia de Estados e Municípios, empréstimos e financiamentos,	100%
Créditos tributários decorrentes de imposto de renda e contribuição social	300%

Fonte: Banco Central do Brasil

O produto final dos ativos ponderados pelo risco é multiplicado por um fator. No Brasil, o fator está, atualmente, em 11%.

Além dos ativos ponderados pelo risco (APR), multiplicado pelo fator de ponderação F, para cálculo do Patrimônio Líquido Exigido (PLE) são levadas em consideração: o risco de operações de *swap* e o risco de mercado (posições expostas à variação cambial e taxas de juros pré-fixadas). A fórmula de cálculo está discriminada abaixo:

$$PLE = Fator F \times APR + Swap + Câmbio + Pre$$

Cabe aqui um parêntese com relação ao novo Acordo da Basiléia, ou Basiléia 2. A fim de aperfeiçoar o Acordo de Basiléia e torná-lo mais adequado a uma nova realidade, o BIS iniciou, em 1999, uma série de discussões e consultas públicas. Em 2004, o BIS divulgou a versão final do novo acordo de capital que está estruturado em três pilares, a saber:

Pilar 1: Requerimentos Mínimos de Capital

Pilar 2: Processo de Revisão pela Supervisão

Pilar 3: Disciplina de Mercado

Com relação ao primeiro pilar, o risco operacional passou a ser considerado no processo de determinação do capital próprio mínimo. Outra importante alteração é a possibilidade dos bancos utilizarem modelos internos para o risco de crédito, desde que validados pelo órgão supervisor. Objetiva-se, com essas alterações, aperfeiçoar os processos de gerenciamento de riscos e tornar mais preciso a alocação de capital mínimo aos diferentes níveis de riscos assumidos pelos bancos. Em outras palavras, bancos que assumem menor riscos e os gerenciam melhor terão menor necessidade de alocação de capital próprio mínimo.

O pilar 2 pretende não somente “garantir que os bancos possuam um capital adequado para suportar todos os riscos de seus negócios, mas também encorajar os bancos a desenvolver e utilizar técnicas melhores de gerenciamento de riscos no monitoramento e gerenciamento de seus riscos.”⁶

O pilar 3 é um complemento aos pilares 1 e 2 e objetiva desenvolver a disciplina de mercado por meio do requerimento de divulgação de um conjunto de informações que permita aos participantes de mercado avaliar os níveis de risco assumidos pelos bancos e sobre seus respectivos processos de gerenciamento desses riscos.

No Brasil, a implementação da Basileia 2 seguirá o cronograma estabelecido pelo Comunicado 12.746 de 09/12/2004 do Bacen. Em linhas gerais, a implementação se iniciará no final de 2005 e irá sendo gradativamente implementada até 2011.

Uma outra mudança significativa no período está relacionada à possibilidade de entrada de capital estrangeiro no SFN. Como já visto, a Constituição de 1988 remeteu uma série de questões relacionadas ao SFN para serem reguladas por lei complementar, o que até hoje não aconteceu. O Art. 52 das disposições transitórias veda a entrada do capital estrangeiro ou seu aumento em Instituições Financeiras com sede no País. No entanto, o Parágrafo único desse artigo diz que a vedação não se aplica às autorizações resultantes de acordos internacionais, de reciprocidade, ou de interesse do Governo brasileiro.

Aproveitando-se dessa possibilidade e diante de problemas pelos quais o SFN já começava a passar em 1995 em função das mudanças introduzidas pelo Plano Real, o Presidente da

República aprovou a Exposição de Motivos nº 3116 de 23 de Agosto de 1995, encaminhada pelo Ministro da Fazenda. Nessa Exposição de Motivos, o governo brasileiro definiu como de seu interesse a entrada ou elevação da participação de capital estrangeiro no SFN. Os motivos apresentados para justificar tal decisão são resumidos a seguir⁷:

- a) Aumento da disponibilidade interna de recursos necessários ao desenvolvimento do país;
- b) Abertura da economia brasileira, buscando maior integração à economia mundial, com conseqüente redução do risco Brasil e maior globalização do setor financeiro;
- c) Reforço financeiro para o país, com captação de poupança externa e acréscimo nas reservas internacionais;
- d) Introdução de novas tecnologias de gerenciamento de recursos e inovações de produtos e serviços, possibilitando maior eficiência alocativa da economia brasileira;
- e) Maior concorrência dentro do sistema financeiro com reflexos positivos nos preços dos serviços e no custo dos recursos oferecidos à sociedade brasileira.

2.2 Conjuntura Econômica

2.2.1 1º Período - 1965 a 1979

No período de 1965 a 1979, a economia brasileira apresentou taxas de crescimento do PIB bastante expressivas. A taxa média de crescimento foi de 8,0%, com destaque para o quadriênio 1970/1974, período conhecido como o “milagre econômico brasileiro”, no qual o crescimento do PIB foi superior a 10,0% (Tabela 2).

Tal ritmo de crescimento demandava, por parte dos agentes produtores da economia, recursos para investimento de longo prazo e de capital de giro. Para incrementar o consumo, fazia-se necessário, também, melhorar as condições de empréstimos e financiamentos para os consumidores. As reformas institucionais, iniciadas no biênio 1964/1965, criaram as condições necessárias para que as Instituições Financeiras se preparassem para atender à demanda de recursos financeiros. Por esta razão, as operações de empréstimo⁸ do sistema financeiro em relação ao PIB cresceram muito no período, passando de 15,2% em 1965 para

---

⁶ Supervisão Direta no Contexto de Basiléia II

⁷ Para uma discussão preliminar sobre se esses objetivos foram atingidos, ver Campos (2002)

55,7% em 1979 (Tabela 2). Assim, os empréstimos passaram a ser a principal atividade das Instituições Financeiras.

As taxas de inflação, medidas pelo IGP-DI, no entanto, embora tenham declinado um pouco no período do milagre econômico sempre se mantiveram acima de dois dígitos, apresentando taxa média de 31,2% no período (Tabela 2). São taxas elevadas, principalmente quando comparadas com taxas de inflação de países desenvolvidos que, normalmente, ficam abaixo de dois dígitos.

Tabela 2 – PIB e Inflação

Ano	PIB - %	Inflação - IGP-DI - %	Empréstimos do SFN/PIB - %
1965	2,4	34,2	15,2
1966	6,7	39,1	15,4
1967	4,2	25,0	18,2
1968	9,8	25,4	24,5
1969	9,5	19,3	27,8
1970	10,4	19,3	31,7
1971	11,3	19,5	36,6
1972	12,1	15,7	41,7
1973	14,0	15,5	46,9
1974	8,2	34,6	50,2
1975	5,2	29,4	55,2
1976	10,3	46,3	54,6
1977	4,9	38,8	55,0
1978	5,0	40,8	56,1
1979	6,8	77,3	55,7
média	8,0	31,2	39,0

Fontes: PIB, IBGE; IGP-DI, Fundação Getúlio Vargas; Empréstimos do SFN/PIB, Relatórios Anuais do Banco Central do Brasil, 1965, 1970, 1975 e 1982

A relevância do Sistema Financeiro em relação ao PIB cresceu, também, nesse período, passou de 4,4% em 1965 para uma média de 6,3% na primeira metade dos anos setenta e de 7,7% na segunda metade dos anos setenta (CARVALHO, 2003 p.12).

As Instituições Financeiras privadas participaram, ativamente, na concessão de empréstimos e financiamento até 1973. A partir de 1974, a economia brasileira perde um pouco de seu dinamismo, com a desaceleração do crescimento e o aumento da inflação. No entanto, o aumento de gastos do Governo e dos empréstimos por parte das Instituições Financeiras

---

⁸ Utiliza-se o termo empréstimo em seu sentido mais amplo, que engloba, também, as operações de financiamento.

públicas, principalmente BNDES e BNH, possibilitaram que alguns setores da economia apresentassem taxas de crescimento elevadas.

Segundo Zini Jr. (1982, p. 127):

“A desaceleração econômica reduziu as possibilidades de investimentos produtivos, ocasionando forte crescimento nas operações especulativas, em especial a especulação financeira. Além disso, a política monetária ortodoxa buscava baixar a inflação via redução da liquidez da economia, esses dois fatores levaram a uma forte elevação dos juros efetivos.”

Zini Jr. (1982, p. 194) salienta, ainda, que nesse período já havia constantes denúncias de setores da sociedade sobre lucros elevados das Instituições Financeiras.

2.2.2 2º Período - 1980 a 1993

O final dos anos setenta e início dos anos oitenta marcou uma importante inflexão na trajetória da economia brasileira, com o aumento da inflação e a diminuição do ritmo de crescimento do PIB. Quando se analisa o período como um todo, constata-se que a taxa média anual de inflação, medida pelo IGP-DI, foi de 436%, atingindo, em alguns anos, taxas superiores a 1.000% (Tabela 3). O crescimento médio do PIB, por sua vez, foi de apenas 2,2%; em alguns anos, porém, o crescimento foi negativo (Tabela 3). Esse período foi marcado, também, pela crise da dívida externa e crise fiscal-financeira do Estado.

Tabela 3 – PIB e Inflação no Período de 1980 a 1993 - %

Ano	PIB	Inflação
1980	9,2	110,2
1981	-4,3	95,2
1982	0,8	99,7
1983	-2,9	211,0
1984	5,4	223,8
1985	7,8	235,1
1986	7,5	65,0
1987	3,5	415,8
1988	-0,1	1037,6
1989	3,2	1782,9
1990	-4,4	1476,7
1991	1,0	480,2
1992	-0,5	1157,8
1993	4,9	2708,2
Média	2,2	436,3

Fontes: PIB, IBGE; Inflação IGP-DI, Fundação Getúlio Vargas

Como reflexo da instabilidade econômica desse período, houve diversos planos econômicos, que buscavam, sobretudo, diminuir a inflação: Plano Cruzado em 1986, Plano Bresser em 1987, Plano Verão em 1989, Plano Collor I em 1990, Plano Collor II em 1991. Todos esses Planos, em seu início, conseguiam diminuir a inflação. No entanto, passados alguns meses, a inflação voltava a crescer.

Para os Bancos e Instituições Financeiras em geral, a deterioração da economia trouxe oportunidades que eles souberam aproveitar muito bem. Conforme Paula (1998a p. 8 e 9) e Carvalho (2003 p. 14), a inflação elevada, atrelada a um sistema amplo de correção monetária, o mecanismo de rolagem da dívida pública, bem como altas taxas reais de juros possibilitaram às Instituições Financeiras ganhos significativos. Situação, segundo esses autores, atípica, quando comparada com outros países que apresentaram problemas semelhantes.

Essa conjuntura econômica favorável às Instituições Financeiras mais as mudanças institucionais ocorridas no ano de 1988 fizeram com que o número de Bancos aumentasse muito, passando de 106 nesse ano para 243 em 1993. O número de agências bancárias, também, cresceu consideravelmente no período, para que os Bancos aumentassem a captação de depósitos e aplicações e, desse modo, tirassem melhor proveito das receitas inflacionárias. A contrapartida desse comportamento eram os altos custos operacionais dos Bancos. Mais importante do que o aumento do número de Bancos foi a relevância que o setor financeiro passou a ter no PIB do país, conforme pode ser constatado pelo Gráfico 1.

Gráfico 1 – Participação do Setor Financeiro no PIB e Inflação - %

Fontes: IBGE, participação do Setor Financeiro no PIB; FGV, IGP-DI.

Note-se que existe forte correlação positiva entre participação do setor financeiro no PIB e inflação, principalmente até 1989: nesse período (1980-1989), o índice de correlação de Pearson é de 0,93. Depois de 1980, o único ano em que essa participação foi menor que 10% foi 1986, ano em que a inflação foi baixa devido às medidas econômicas implementadas pelo Plano Cruzado. Por outro lado, em 1989 a participação do setor financeiro no PIB chegou a atingir 26,4%.

Comparativamente a outros países, conforme tabela 4, o peso do setor financeiro brasileiro no PIB do Brasil era exagerado, refletindo uma distorção da economia.

Tabela 4 - Países Selecionados - Instituições Financeiras/PIB - Média 1985/1991- %

Países	Média (1985/1991)
Estados Unidos	4,5
Alemanha	4,3
França	4,5
Reino Unido	5,7
Holanda	3,9
Canadá	2,0
Espanha	6,6
Islândia	4,5
Coréia	3,8
Tailândia	3,4
Jamaica	5,1
Peru	2,4
Venezuela	2,6
Equador	2,2
Chile	11,2
Uruguai	9,8
Brasil	12,4

Fonte: IBGE (1997, p. 50) a partir de diversas fontes

De fato, a inflação elevada possibilitou expressivos ganhos aos Bancos, via o que se convencionou chamar de “transferências inflacionárias”. Segundo Mendonça de Barros e Almeida Júnior (1997, p. 3), esse ganho era propiciado pela perda do valor real dos depósitos à vista e/ou pela correção dos depósitos bancários em valores abaixo da inflação.

Ainda que a estimação desse ganho seja muito complicada, análises apontam que elas representavam mais de um terço das receitas totais dos Bancos (SALVIANO JR., 2004, p.

69). Segundo levantamento feito em 1995 pelo DIEESE – Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos - (apud CARVALHO, 2003, p. 8) a partir do balanço dos nove maiores Bancos Privados, os ganhos inflacionários médios mensais desse grupo caíram de R\$ 408,5 milhões em 1993 para R\$ 113 milhões no segundo semestre de 1994. Outra estimativa (IBGE/ANDIMA, 1997) aponta que as receitas inflacionárias representavam em torno de 4% do PIB no período 1990/1993, reduzindo-se para 2% em 1994, sendo o peso dessas receitas mais importante para os Bancos Públicos que os Privados, conforme Gráfico 2.

Gráfico 2 – Receita Inflacionária dos Bancos Privados e Públicos (% do PIB)

Fonte: IBGE/ANDIMA: Sistema Financeiro - Uma análise a partir das Contas Nacionais 1990-1995, 1997

Os altos ganhos proporcionados pela inflação possibilitaram que os Bancos tivessem altos ROE's nesse período. Segundo levantamento feito pela Revista Visão (1992, p. 35), durante o período de 1981 a 1990, as Instituições Financeiras apresentaram ROE's médios bem mais elevados do que os de empresas grandes e médias do setor produtivo; a única exceção a esse período foi o ano de 1986, que apresentou inflação baixa e crescimento do PIB elevado devido ao Plano Cruzado (Gráfico 3).

Gráfico 3 – Instituições Financeiras X Empresas – ROE - %

Fonte: Revista Visão, nº 121, ano XLI, maio 92, p. 35. Empresas grandes e médias da série Quem é Quem na Economia Brasileira

Carvalho (2003, p. 12) argumenta que o ROE do setor bancário brasileiro é maior também quando comparado com seus pares latino-americanos. Segundo esse autor, estudo comparativo do Banco Mundial sobre o sistema bancário de doze países latino-americanos no período de 1981 a 1987 tem o Brasil com o ROE médio anual mais elevado.

Vieira (1997) analisou, comparativamente, a rentabilidade sobre o patrimônio líquido dos Bancos Privados e das companhias não-financeiras no período de 1990 a 1995. A base de dados utilizada pelo autor foi a Revista Balanço Anual do jornal Gazeta Mercantil, de São Paulo. Os Bancos apresentaram rentabilidade mais elevada em todo o período da análise. A rentabilidade média do período foi de 12,1% e -2,5%, respectivamente, para os Bancos e para as companhias não-financeiras. Destaque-se que as companhias não-financeiras apresentaram rentabilidade média negativa em todos os anos, excetuando-se 1995, ao passo que a rentabilidade média dos Bancos não foi negativa em nenhum ano.

Outro aspecto importante desse período foi que o setor público, devido às suas dificuldades financeiras, passou a absorver, praticamente, toda a poupança disponível, afastando o setor privado do mercado de crédito, o que fez com que as operações de empréstimos do Sistema Financeiro em relação ao PIB, que apresentaram crescimento expressivo nos anos setenta, passassem a representar, apenas, 11% em 1991 (CARVALHO, 2003 p. 14 e 15).

Segundo Carvalho (2003), esse cenário de forte demanda do setor público pela poupança escassa influenciou as taxas de juros, aumentando o *spread* (diferença entre a taxa de juros paga na captação e a cobrada na aplicação) cobrado pelos Bancos e influenciando seus altos retornos. Além disso, a redução da função creditícia minimizou os riscos inerentes às operações normais de crédito, sobretudo nas fases de crise tão freqüentes no período.

Todas essas mudanças na conjuntura econômica levaram a uma alteração expressiva na forma de atuação dos Bancos, conseqüentemente, suas estruturas patrimoniais, também, teriam que mudar para se adequar à nova realidade. Na década de 1970, predominavam, nos ativos dos Bancos Comerciais Privados, as operações de crédito, a participação de títulos e valores mobiliários era baixa. A partir de 1980, os títulos e valores mobiliários, principalmente títulos públicos, e as operações cambiais começaram a ganhar importância, tomando espaço das operações de crédito.

No início dos anos noventa, os novos Planos econômicos (Planos Collor I e II) trouxeram mudanças expressivas na economia: forte redução da dívida pública em mercado e fim das aplicações *overnight*. Além disso, em 1992 houve a volta dos recursos externos. Diante desse novo quadro, diminuíram, expressivamente, as aplicações em títulos e valores mobiliários e aumentaram as operações de crédito. Segundo Paula (1998b, p. 14), o forte crescimento das operações de crédito e arrendamento mercantil, no período de 1992/1993, aconteceu devido à crescente disponibilidade de recursos externos, repassados em condições e prazos mais favoráveis, e da emissão de obrigações em moeda estrangeira por parte dos Bancos, bem como aumento da demanda por crédito em 1993 devido ao crescimento da produção industrial. (Tabela 5 e 6).

Tabela 5 - Estrutura do Ativo dos Bancos Comerciais Privados - 1980/1987 – Em %

Fim do Ano	Encaixe Voluntário	Encaixe Compulsório	Aplic. TVM ¹	Empréstimos	Oper. Cambiais e DRME	Permanente	Demais Contas	Total
1980	3,2	8,6	7,8	52,1	14,5	8,4	5,3	100,0
1981	4	5,9	9,2	48,6	18,8	9,6	3,8	100,0
1982	2	6	13,7	46,7	17,5	11,5	2,6	100,0
1983	0,4	3,9	8,8	40,3	32,1	10,4	4,1	100,0
1984	0,7	6	6,8	42,2	28,3	11,1	4,9	100,0
1985	1,1	5,1	9,8	50,2	18,5	13,2	2,1	100,0
1986	0,9	11,7	9,7	57,6	9,8	11,6	-1,2	100,0
1987	0,5	5,6	27,9	42,2	10,2	13,4	0,2	100,0

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil (vários números). In Paula 1998b, p. 11

Obs.: (1) Inclui, além dos títulos e haveres públicos e privados, "outros" títulos não classificados, além da provisão para desvalorização (subtraído do valor global)

Tabela 6 - Estrutura do Ativo dos Bancos Comerciais Privados - 1988/1993 – Em%

Fim do Ano	Disponibilidades	Dep. Compul. BCB	Aplic. TVM ¹	Oper. Interf. Comprom.	Oper. Cred. e AM	Oper. Cambiais e Hav. Ext.	Permanente	Demais Contas	Total
1988	0,7	12,4	46,7	-17,9	35,0	5,4	12,1	5,6	100,0
1989	1,1	7,2	48,6	-36,8	45	17,4	13,7	3,8	100,0
1990	0,7	28,8	10,5	-8,3	40	14,7	10	3,6	100,0
1991	0,4	15,8	4,3	5,5	37,8	14,8	16,7	4,7	100,0
1992	0,4	4,0	17,3	9	38,2	16,9	13,3	0,9	100,0
1993	0,4	3,5	11,9	13,1	41,4	18,6	11,4	-0,3	100,0

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil (Suplemento Estatístico) de março de 1995.

In Paula 1998b, p. 14.

Obs: (1) Saldo líquido, inclui títulos e valores a eles relacionados sobre a denominação "financiamento concedidos-rendas a liquidar" e os valores da antiga rubrica do Passivo "depósitos ao mercado aberto" sob a denominação "financiamentos tomados-recompras a liquidar".

2.2.3 3º Período- Pós-Plano Real

Após a implantação do Plano Real em julho de 1994⁹, a inflação que alcançava dois dígitos ao mês, passou para próxima de um dígito ao ano¹⁰ em 1995. Com a redução da inflação (e, conseqüentemente, o fim de toda uma estrutura desenvolvida para conviver com a inflação alta: amplo sistema de correção monetária e mecanismo de rolagem diária da dívida pública), os

⁹ O Plano Real, apresentado ao país em 07/12/2003, foi implementado em três fases: a primeira fase consistia em um mecanismo de equilíbrio orçamentário; a segunda, na introdução de uma unidade de conta estável (URV) para alinhar os preços relativos mais importantes da economia e a terceira, na conversão dessa unidade para a nova moeda do país, o Real, o que aconteceu em julho de 1994.

¹⁰ A variação dos principais índices de preços ficou em torno de 2.500% em 1993. Em 1994 ficou entre 740% e 940% , com cerca de 715% a 780% no primeiro semestre (média mensal de 35% a 50%) e entre 3% e 20% no segundo. Em 1995, ficou próxima dos 15%.

Bancos deixaram de obter uma importante fonte de receita, advinda das transferências inflacionárias. Houve, também, diminuição expressiva do *spread* bancário, que passou de aproximadamente 150% em 1994 para 70% em 1995, atingindo 40% em 2.000 (MÁLAGA *et al.*, 2003 p. 1). A redução das receitas dos Bancos foi tão expressiva que já em 1995 a participação do setor financeiro em relação ao PIB caía consideravelmente, conforme tabela 7.

Tabela 7 – Participação do Setor Financeiro no PIB

Ano	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
%	15,6	12,4	6,9	6,9	6,5	6,5	6,3	5,5	6,6	8,6

Fonte IBGE

Muitos Bancos, a fim de compensar as perdas ocasionadas pela diminuição da inflação, expandiram suas operações de crédito. O crescimento do PIB em 5,8% em 1994 e o aumento dos depósitos (depósitos à vista cresceram 165% nos primeiros meses do Plano Real e os depósitos a prazo cresceram quase 40% no mesmo período) tornaram possível essa expansão. Segundo dados do Bacen (apud MENDONÇA DE BARROS E ALMEIDA JÚNIOR., 1997, P. 4), os empréstimos do Sistema Financeiro para o setor privado cresceram 58,7% no primeiro ano do Plano Real.

Segundo Mendonça de Barros e Almeida Júnior (1997, p. 4), “Esse crescimento rápido dos empréstimos bancários propiciou que, de início, a receita dessas operações compensassem, em parte, a perda do *float*, postergando o ajuste do sistema financeiro que ocorreu de forma mais intensa a partir de 1995”.

Os Bancos, no entanto, não foram criteriosos na concessão de empréstimos e fizeram muitas operações de crédito sem analisar devidamente a capacidade financeira dos tomadores. Os problemas começaram a aparecer já em 1995. De acordo com o Bacen (1995 e 2002), os empréstimos em atraso e em liquidação sobre o total das operações de empréstimos passaram de, aproximadamente, 7% em janeiro de 1995 para 13% em dezembro de 1995.

Essa deterioração da carteira de crédito de muitos Bancos veio agravar a situação precária em que muitos deles já se encontravam. A redução expressiva das receitas não foi acompanhada no mesmo ritmo da redução dos custos. Muitos Bancos, talvez, não tenham priorizado a redução de suas estruturas e custos em um primeiro momento em virtude do histórico de

fracassos de diversos planos econômicos. Desta forma, muitos Bancos encontraram dificuldades para sobreviverem a esse novo cenário e entraram em processos de intervenção, liquidação extrajudicial ou tiveram que transferir seu controle acionário. Grandes Bancos Privados, também, foram afetados, como o Banco Econômico, que sofreu intervenção em agosto de 1995, e o Banco Nacional, que sofreu intervenção em novembro de 1995 (BACEN, 2003).

Diante desse quadro, o Governo Federal tomou uma série de medidas a fim de evitar uma crise bancária sistêmica, entre elas se destacam (BACEN, 1995-2002 p. 31 e 32):

Entre as principais medidas do PROER, destacam-se

- Estabelecimento de incentivos fiscais para a incorporação de Instituições Financeiras (MP 1.179 de 03/11/95 - atual Lei 9.710, de 19.11.1998), permitindo que: (i) a instituição incorporadora contabilizasse como prejuízo o valor dos créditos de difícil recuperação da instituição incorporada, e (ii) a instituição incorporadora pudesse contabilizar como ágio a diferença entre a valor patrimonial da participação societária adquirida e o valor da aquisição, sendo essa diferença compensada nos exercícios fiscais posteriores.
- Instituição do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) (Resolução 2.208, de 3.11.1995), que veio para ordenar a fusão e incorporação de Bancos Privados a partir de regras ditadas pelo Bacen.. As Instituições Financeiras que viessem a participar desse programa teriam acesso a uma linha de crédito especial; poderiam diferir em até dez semestres os gastos com a reestruturação, reorganização e modernização, e poderiam ficar temporariamente fora das exigências quanto ao cumprimento dos limites operacionais do Acordo de Basileia.¹¹

---

¹¹ No período abrangido por este estudo (1997 a 2004), os bancos que usufruíram das prerrogativas dos incentivos fiscais e do PROER tiveram impactos em seus resultados, aumentando-os. No entanto, parte-se da premissa que esses impactos não foram significativos a ponto de inviabilizar este estudo. Além disso, como se verá na conclusão, o setor bancário, na média, não criou valor para o acionista nesse período. Desse modo, se houve impacto desses incentivos, eles não foram suficientes para mudar a tendência comprovada.

- Aprovação do estatuto e regulamento do Fundo Garantidor de Créditos (FGC) (Resolução 2.211, de 16.11.1995). Esse fundo estabeleceu uma garantia de até R\$ 20 mil para o total de créditos de cada pessoa contra todas as instituições do mesmo conglomerado financeiro, abrangendo, inclusive, todas as Instituições Financeiras que foram submetidas aos regimes de intervenção e/ou liquidação extrajudicial desde o início do Plano Real. Esse Fundo seria administrado pelos próprios Bancos, com a contribuição mensal de 0,025% do montante dos saldos das contas seguradas.
- Maiores exigências para a constituição de novas Instituições Financeiras e criação de incentivos para os processos de fusão, incorporação e transferência de controle acionário (Resolução 2.212, de 16.11.1995). Essa norma aumentou a exigência mínima de capital para a constituição de novos Bancos, sem alterar o limite mínimo exigido nos casos de fusão, incorporação e transferência de controle acionário.

Os Bancos Públicos, também, tiveram graves problemas com a diminuição da inflação. Conforme evidenciado no gráfico 2, eles absorviam a maior parte dos ganhos proporcionados pela inflação. Além disso, eles eram mais ineficientes e menos flexíveis do que os Bancos Privados para mudarem suas estruturas operacionais. Outro agravante foi a frágil situação fiscal de alguns Estados que trouxe problema de liquidez para seus Bancos.

Visando equacionar os problemas dos Bancos Públicos, foi criado o PROES (Programa de Incentivo à Redução da Presença do Estado na Atividade Bancária) em agosto de 1996. Um dos principais objetivos desse programa era reduzir a presença de Instituições Financeiras controladas por Governos Estaduais ao mínimo (SALVIANO JR., 2004 p. 81). Para viabilizar esse objetivo o Governo Federal disponibilizava linhas de financiamento aos Estados, condicionando-os a adotarem as seguintes alternativas:

- Extinção;
- Privatização;
- Transformação em instituição não financeira (agência de fomento);
- Aquisição do controle pelo Governo Federal, que privatizaria ou extinguiria a instituição e
- Saneamento

Assim, após o Plano Real ocorreu a maior reestruturação do Sistema Financeiro Nacional. Até maio de 1997, o Bacen já havia intervindo em 40 Bancos, sendo 7 Estaduais e 33 Privados, sendo 26 destes Bancos Múltiplos. Considerando um período mais amplo, de 07/07/1994 a 30/09/2002, houve a decretação de regime especial em 57 Instituições Bancárias.

O processo de saneamento nas Instituições Financeiras Privadas se deu, principalmente, até 1997. Foi nesse período, inclusive, que houve intervenções nos maiores Bancos Privados, como o Banco Nacional e o Banco Econômico em 1995 e o Banco Bamerindus em 1997. Com relação aos Bancos Públicos, principalmente os Estaduais, o principal dos ajustes deu-se até 2000, com a privatização do Banespa.

Após o Plano Real, as tarifas bancárias, que até então tinham pouca relevância dentre as receitas dos Bancos, passou a ter importância cada vez maior. Conforme tabela 8, as receitas de tarifas que cobriam apenas 6% das despesas administrativas em 12/93 passaram a cobrir 27% em 12/98. Ressalte-se que a Resolução do CMN nº 2.303, de 25.07.1996, estabeleceu novas regras para a cobrança de tarifas, dando maior flexibilidade aos Bancos em estabelecer sua estrutura tarifária.

Tabela 8 – Evolução das Tarifas Bancárias Frente às Despesas Administrativas e Receitas Operacionais

	Tarifas Bancárias / Despesas Administrativas	Tarifas Bancárias / Receitas Operacionais
dez/93	6,07	0,46
dez/94	13,32	2,41
dez/95	18,35	3,91
dez/96	20,49	5,88
dez/97	23,94	5,19
dez/98	27,03	6,26

Fonte: Banco Central: COSIF - DEORF/COPEC

Após o período inicial do Plano Real, em que se privilegiaram as operações de crédito, os Bancos, principalmente os Privados, passaram a ser mais seletivos na concessão de empréstimos. O resultado dessa política foi a diminuição relativa das operações de crédito em relação ao ativo nos Bancos Múltiplos Privados (tabela 9).

Além disso, as diversas crises econômicas, que se abateram sobre países ou regiões após 1994 (crise mexicana em 1994, asiática em 1997 e Russa em 1998), trouxeram instabilidade para a

economia brasileira. Aliado a isso, a prática de taxas básica de juros elevadas (taxa Selic) por parte do Governo, tanto nominal quanto real, tornou os títulos públicos atraentes. Desse modo, os Bancos preferiram abrir mão de *spreads* maiores, mas mais arriscados, proporcionados pelas operações de créditos e privilegiaram as aplicações em títulos públicos, menos arriscados e mais líquidos (tabela 9).

Tabela 9 - Composição do Ativo dos Bancos Múltiplos Privados - %

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
	Mai	Jun	Dez	Dez	Dez	Dez	Jun
Depósitos compulsórios no Banco central	4	3	5	5	8	5	5
Aplic. em tít. e val. mob.	12	15	13	19	20	30	32
Op. de crédito e arrend. merc.	41	42	44	45	41	36	33
Haveres ext. curto prazo	5	4	3	4	3	2	2
Op. Cambiais	14	12	11	10	9	8	10
Permanente – total	11	11	12	13	13	16	15
Outros	13	14	11	4	6	3	2
Ativo – total	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Suplemento Estatístico do Boletim do Banco Central.

Analisando as operações de crédito do Sistema Financeiro em relação ao PIB, em dezembro de 1994, elas representavam em torno de 36% do PIB. A partir de 1997, essa relação passa a ser menor que 30%, atingindo em alguns meses de 2002 percentuais em torno de 24%¹². Esses percentuais são muito baixos quando comparados com parâmetros internacionais. O Padrão de economias desenvolvidas é de uma relação entre 70% a 120% (IEDI, 2000 p. 32). Segundo Belaisch (2003), o Sistema Financeiro Brasileiro é similar ao dos Estados Unidos da América em termos de ativos em relação ao PIB. No entanto, em relação às operações de empréstimos em relação ao PIB equivale à metade do norte-americano.

Paralelamente, três outras importantes alterações aconteceram no SFN no período pós-Plano Real. A primeira foi o aumento expressivo da participação de Bancos Estrangeiros. Conforme tabela 10, os ativos dos Bancos Estrangeiros respondiam por 7% do total de ativos do SFN em 1994, em 2003 essa participação havia aumentado para 21%. Esse aumento deu-se, principalmente, por meio da aquisição de Bancos Privados em dificuldades e de Bancos Públicos que foram privatizados. Além dos objetivos discriminados no item 3.1. desta dissertação, o Governo Federal esperava que a participação de Bancos Estrangeiros aumentasse a concorrência para a aquisição dos Bancos Públicos a serem privatizados e, conseqüentemente, os preços.

¹² Fonte: Banco Central do Brasil, Séries Históricas 2003

A segunda alteração foi a diminuição da participação dos Bancos Públicos no total do SFN, o que era um dos objetivos do PROES. Conforme tabela 10, os ativos dos Bancos Estrangeiros respondiam por 52% do total de ativos do SFN em 1994, em 2003 essa participação havia diminuído para 38%.

A terceira alteração importante foi a diminuição dos números de Bancos (tabela 11), que passou de 264 em 1994 para 163 em 2003, levando a uma concentração ainda maior do SFN.

Tabela 10 - Participação no total de ativos do SFN por tipo de controle acionário - em %

Ano	Bancos Públicos	Bancos Privados Nacionais	Bancos com Controle Estrangeiro	Total
Dez/1994	52	41	7	100
Dez/1995	52	39	8	100
Dez/1996	51	39	10	100
Dez/1997	50	37	13	100
Dez/1998	46	35	18	100
Dez/1999	43	33	23	100
Dez/2000	37	35	28	100
Dez/2001	32	38	30	100
Dez/2002	35	37	28	100
Dez/2003	38	41	21	100

Fonte: Banco Central do Brasil

Tabela 11 - Evolução do número de Bancos

Ano	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Número de Bancos*	246	242	231	217	203	194	195	182	171	164

* Bancos Múltiplos, Comerciais e Caixas Econômicas

Fonte: Banco Central do Brasil

No período Pós-Plano Real, apesar da redução da inflação, a economia brasileira apresentou momentos de instabilidade (tabela 12). Primeiramente, a crise asiática em 1997 e a crise russa em 1998 tiveram impacto nas taxas de juros básicas praticada pelo Governo. Muito embora as taxas de juros básicas reais praticadas pelo Governo Brasileiro tenham sido, constantemente, altas nesse período, estando sempre entre as mais altas do mundo.

O câmbio apresentou estabilidade até 1998, quando vigorava o regime de câmbio controlado, que teve grande importância no início do Plano Real e funcionou como âncora do processo de estabilização da inflação. No entanto, a partir da mudança para o regime de câmbio flutuante no início de 1999, ocorreram variações expressivas, com o dólar chegando a valer quase R\$4,00 no final de 2002 e fechando o ano de 2004 valendo R\$2,65.

O crescimento do PIB oscilou bastante, chegando a apresentar crescimento de 5,2% em 2004, mas crescimento quase zero nos anos de 1998, 1999 e 2003. A inflação, também, apresentou oscilação significativa, em alguns momentos de *stress* na economia, a taxa de inflação, quando medida pelo IGP-M, chegou a ultrapassar os 20% nos anos de 1999 e 2002.

Tabela 12 – Indicadores da Economia Brasileira - Em % no ano, menos Câmbio.

Ano	PIB ¹	Inflação - IPCA ²	Inflação - IGP-M ³	Taxa Selic Nominal ⁴	Taxa Selic Real ⁵	Câmbio ⁶
1995	4,2	22,4	15,2	53,1	25,1	0,97
1996	2,7	9,6	9,2	27,4	16,2	1,04
1997	3,3	5,2	7,7	24,8	18,6	1,12
1998	0,1	1,7	1,8	28,8	26,7	1,21
1999	0,8	8,9	20,1	25,6	15,3	1,79
2000	4,4	6,0	10,0	17,4	10,8	1,96
2001	1,3	7,7	10,4	17,3	9,0	2,32
2002	1,9	12,5	25,3	19,2	5,9	3,53
2003	0,5	9,3	8,7	23,3	12,8	2,89
2004	5,2	7,6	12,4	16,2	8,0	2,65

Obs: 1, 2 Fonte: IBGE. / 3 Fonte: FGV / 4 – Taxa média anual, Fonte:

Bacen / 5 – Descontada a inflação pelo IPCA / 6 - Real em relação do

Dólar, Cotação do último dia útil do ano. Fonte: Bacen.

3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Esse capítulo tem por objetivo apresentar as principais medidas de retorno¹³ sobre o investimento, o modelo CAPM utilizado para estimar o custo do capital próprio dos Bancos e fazer uma revisão bibliográfica de trabalhos que discutiram o desempenho dos Bancos atuantes no Brasil.

Com relação às principais medidas de retorno sobre o investimento, discutem-se suas formas de cálculo, finalidades, seus prós e contras e, assim, embasar a escolha do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) como medida básica para a comparação do setor bancário com setores não-financeiros. São analisados possíveis desmembramentos do ROE e como isso pode possibilitar análises mais detalhadas do desempenho das empresas.

Discute-se a necessidade de se comparar o ROE de uma empresa com o seu respectivo custo do capital próprio (K_e) a fim de se ter uma medida efetiva de criação de valor para os acionistas. Assim, apresenta-se o modelo CAPM utilizado para estimar o custo do capital próprio dos Bancos e justifica-se porque esse foi o modelo escolhido.

Para contextualizar o problema do desempenho dos Bancos atuantes no Brasil, são avaliados trabalhos empíricos que trataram do assunto, principalmente em termos de rentabilidade sobre o patrimônio líquido pós-Plano Real comparativamente a setores não-financeiros. Não obstante alguns trabalhos irem além dessa questão, a resenha concentra-se no tema aqui pesquisado. Ressalte-se que o levantamento bibliográfico procurou trazer discussões que enriqueçam o trabalho sem, contudo, esgotar a bibliografia existente sobre o tema.

3.1 Medidas de Desempenho das Empresas

De uma maneira genérica, investimentos privados pressupõem lucro. O investidor, ao aplicar seu dinheiro em um negócio, espera que os retornos consigam lhe devolver o valor investido mais um adicional pelo “risco” do negócio.

---

¹³ Neste trabalho, retorno e rentabilidade são utilizados como sinônimos e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido será, no geral, expressado por sua siglas em inglês ROE – (*Return on Equity*)

A teoria de Finanças pressupõe que o valor do retorno esperado está ligado diretamente aos riscos envolvidos. Assim, em investimentos mais arriscados, maiores retornos são esperados; por outro lado, para investimentos menos arriscados, aceitam-se retornos menores. Um investidor pode optar por investir seus recursos em títulos públicos que pagam, por exemplo, 15% ao ano. Em geral, esses títulos têm o mais baixo risco de uma economia, ou seja, a possibilidade de o investidor não receber essa remuneração é quase zero. Se esse investidor optar por investir seus recursos em um projeto industrial, cujo risco é maior, a remuneração esperada vai ser maior do que os 15% proporcionados pelos títulos do Governo.

Portanto, é preciso mensurar os retornos que os investimentos proporcionam para averiguar se os retornos estão condizentes com que se esperava deles.

Diversas medidas foram e continuam sendo desenvolvidas com essa finalidade, dentre as quais se destacam: o lucro contábil, índices de retorno sobre o investimento, lucro residual, fluxo de caixa e EVA®¹⁴. A seguir, apresentam-se breves considerações acerca dessas medidas.

O lucro contábil está baseado nos princípios e regras contábeis, como o regime de competência do exercício e do custo histórico como base de valor. A versão mais tradicional do lucro é a do lucro líquido, que representa o retorno aos acionistas das empresas, ou seja, já deduzidas as despesas de juros de credores e dos impostos pagos ao governo. O lucro operacional líquido, ou seja, lucro antes dos juros e depois do pagamento dos impostos, também é uma medida de lucro muito utilizada.

Segundo Hendriksen e Van Breda (1999, p. 200), objetivos mais específicos do lucro líquido incluem:

1. O uso do lucro como uma medida de eficiência da gestão da empresa.
2. O uso de dados históricos de lucro como instrumento de predição da trajetória futura da empresa ou dos pagamentos futuros de dividendos.
3. O uso do lucro como medida de desempenho e orientação para decisões gerenciais futuras.

---

¹⁴ EVA® é uma marca registrada da Stern Stewart & Company.

Uma restrição que se pode fazer ao lucro líquido é que se trata de um número absoluto. Em outras palavras, o lucro não considera os investimentos que tornaram possível a sua geração. Supondo, por exemplo, que duas empresas apresentaram lucro líquido de R\$500 mil, esse número por si só não significa muita coisa. Ele só pode ser avaliado quando se considera o valor do capital próprio investido.

Portanto, para se ter uma medida mais adequada dos lucros auferidos pelas empresas, é necessário relacionar o lucro aos recursos investidos para gerá-lo. Assim, ter-se-ia:

$$\text{Retorno do Investimento} = \frac{\text{Lucro}}{\text{Capital Investido}}$$

Embora essa relação seja muito simples, não se pode dizer o mesmo dos elementos que a compõem. Tanto o lucro quanto o capital investido não são medidas únicas e exatas, elas podem ter múltiplas variações e servir a diferentes finalidades. Por exemplo, o lucro pode ser o lucro operacional (antes das despesas financeiras), o lucro antes do imposto de renda, o lucro antes das despesas financeiras, imposto de renda, depreciação e amortização (EBITDA) etc. Já o investimento pode ser o ativo total, o ativo total menos o passivo de funcionamento, o patrimônio líquido etc. Assim, estabelece-se, primeiro, qual a finalidade de uma determinada análise para depois definir qual o lucro e o investimento a serem utilizados. No item 2.2., discute-se com mais profundidade os índices de retorno sobre o investimento.

O lucro líquido não leva em consideração o custo do capital investido no negócio. No entanto, conforme argumentam Johnson e Kaplan (1996, p. 143), a idéia de considerar um encargo explícito de capital sobre o investimento na apuração do lucro líquido já era discutida na primeira metade do século XX. Em 1950, a General Electric, empresa norte-americana, propôs o conceito de lucro residual, que seria o lucro remanescente após a dedução de um valor que representaria o custo do capital investido. A equação do lucro residual pode ser representada da seguinte forma:

$$LR = LL - JI$$

em que:

LR : Lucro Residual

RL : Lucro Líquido do Exercício; e

JI : Juros sobre o capital próprio

O fluxo de caixa é muito utilizado para se calcular o valor das empresas. O valor de uma empresa seria determinado pelo valor presente dos fluxos futuros esperados de caixa. A taxa de desconto seria uma taxa que refletisse os riscos associados ao fluxo de caixa.

Copeland *et al.* (2004, p. 91) afirmam que caixa é o que interessa e que os administradores que utilizam a abordagem do fluxo de caixa descontado, concentrando-se na elevação de longo prazo do fluxo de caixa livre, serão recompensados com maiores preços por ação. O fluxo de caixa livre é representado pelo lucro operacional após os impostos, mais encargos que não afetam o caixa (como as depreciações, por exemplo), menos as necessidades de investimento em capital fixo e de giro.

Segundo Lopo *et al.* (2001, p. 238):

Pressionadas pela crescente competitividade e exigência de posturas gerenciais mais eficazes, várias empresas estão se orientando pela filosofia de gestão baseada em valor.

A gestão baseada em valor constitui-se numa abordagem em que as aspirações, as técnicas de análise e os processos gerenciais são orientados para a maximização do valor da empresa, focalizando as decisões sobre os direcionadores de valor (*value drivers*), especialmente o custo de capital.

Entre os indicadores de mensuração do valor, destaca-se o EVA (*Economic Value Added*), em português, Valor Econômico Adicionado. O EVA começou a ser desenvolvido, a partir de 1980, pela empresa de consultoria *Stewart & Company* e objetiva analisar a efetiva criação de riqueza para os acionistas por um investimento ou empresa.

De acordo com Martins (1996a, p. 432):

O conceito muito falado hoje de '*Economic Value Added* (EVA)' – (não confundir com Demonstração do Valor Adicionado, que é outra coisa) nada mais é do que exatamente a aplicação desse Custo do Capital Próprio. Chama-se de Valor Econômico Adicionado ao lucro que a empresa produz depois de deduzir do lucro contábil o Custo do Capital Próprio. Ou seja, representa o ganho que sobra depois de considerar o Custo do Capital Próprio como se fosse despesa.

Para Rappaport (2001, p. 144), o EVA® é uma variante moderna do Lucro Residual, mas com algumas inovações. A equação do EVA está representada a seguir:

$$EVA = NOPAT - c \% \times Capital$$

em que:

NOPAT = lucro operacional líquido (depois dos impostos);

C = custo percentual do capital total (próprio e de terceiros) e

Capital = capital total investido.

Porém, o valor contábil é ajustado ao chamado “valor econômico de livro”, tendo reflexos tanto no valor do capital total investido quanto no NOPAT. Pode-se definir, portanto, o EVA como a diferença entre o lucro efetivo, sem a influência de eventos extraordinários ou de convenções contábeis que não reflitam a realidade econômica, e o custo do capital necessário para obtê-lo (RAPPAPORT 2001, p. 149).

O custo de capital de uma empresa é definido pelas condições em que capta recursos no mercado financeiro (mercado de crédito e mercado de capitais), tanto os próprios como o de terceiros. O custo de capital final será uma média proporcional de ambos os recursos. Na literatura financeira esse custo de capital é amplamente conhecido como WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), ou custo médio ponderado de capital, cuja formula é a seguinte:

$$WACC = (K_e \times W_{PL}) + (K_i \times W_P)$$

em que:

K_e : custo de oportunidade do capital próprio;

PL: Patrimônio Líquido (recursos próprios);

P: Passivo oneroso (recursos de terceiros);

W_{PL} : proporção do capital próprio $[PL/(P + PL)]$;

K_i : custo de capital de terceiros;

W_P : proporção do capital (oneroso) de terceiros $[P/(PL + P)]$.

Para ilustrar, considere que o valor total investido por uma empresa seja de R\$1.000.000, sendo que 30% foi financiado por recursos de terceiros a um custo de 18% ao ano, já líquido de imposto de renda, e 70% foi financiado por recursos próprios a um custo de 25% ao ano. O lucro operacional líquido no ano foi de R\$250.000. Assim, ter-se-ia:

Lucro Operacional Líquido	: 250.000
Remuneração do capital de terceiros (18% x 300.000)	: (54.000)
Remuneração do capital próprio (25% x 700.000)	: (175.000)
EVA	: 21.000

Segundo Araújo e Assaf Neto (2004 p. 16):

“A gestão baseada em valor prioriza a maximização do valor da empresa e para tanto se utilizam técnicas e processos gerenciais orientados para tal premissa. Nessa abordagem, a ênfase está nos direcionadores de valor (*value drivers*), sendo o custo de capital o mais utilizado.”

Assim, um dos princípios básicos para a criação de valor para o acionista e, conseqüentemente, maximizar sua riqueza, é que os retornos sobre o capital investido devam ser superiores a seu custo. Taxas de retorno acima do custo de capital da empresa, criam valor; por outro lado, taxas de retorno abaixo do custo de capital da empresa, destroem valor.

3.1.1 Índices de Retorno sobre o Investimento

Uma vez que o foco deste trabalho é a análise comparativa da rentabilidade do setor bancário, são discutidas as principais medidas que servem para essa finalidade, a saber: retorno sobre o investimento, retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido, muito conhecidos pela suas siglas em inglês, respectivamente, ROI (*Return on Investment*), ROA (*Return on Assets*) e ROE (*Return on Equity*).

3.1.1.1 Retorno sobre o Investimento (ROI)

O Retorno sobre o Investimento ou ROI é uma das medidas mais simples e é representada pela seguinte equação:

$$ROI = \frac{Lucro\ Operacional}{Investimento}$$

Utiliza-se, normalmente, o lucro operacional como numerador da equação. O lucro operacional é representado somente pelas atividades normais e recorrentes da empresa. O investimento é representado pelo ativo líquido, isto é, o total do ativo diminuído dos passivos de funcionamento (fornecedores, impostos, salários, dividendos, contas a pagar etc.).

De acordo com Kassai *et al.* (2000, p. 175):

O ROI é uma medida que quantifica o retorno produzido pelas decisões de investimento e avalia a atratividade econômica do empreendimento. Serve de parâmetro para avaliação do desempenho da empresa em relação a períodos anteriores, em relação ao mercado concorrente e também como sinalizador em relação ao custo de capitais de terceiros.

No Brasil, o cálculo do ROI conforme discriminado acima traz algumas dificuldades para o usuário externo. A primeira é que a legislação vigente (Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, artigo nº 187, inciso IV) considera, para apuração do lucro operacional, as despesas financeiras. Portanto, dentro dessa abordagem, sua formação depende, também, das decisões de financiamento do negócio e não só das decisões de investimento.

Além disso, o resultado das despesas financeiras é líquido das receitas financeiras o que dificulta um rearranjo direto dos valores, ou seja, para se fazer isso, seria necessária a leitura das notas explicativas às demonstrações financeiras, isso se a empresa discriminar esses valores em suas notas explicativas.

Devido às dificuldades na obtenção do lucro operacional a ser utilizado no cálculo do ROI no caso brasileiro, a sua utilização fica prejudicada.

3.1.1.2 Retorno sobre o Ativo (ROA)

O Retorno sobre o Ativo ou ROA relaciona o lucro operacional ao investimento total feito na empresa, representado pelo ativo total:

$$ROA = \frac{LucroOperacional}{AtivoTotal}$$

Para tornar possível uma análise mais detalhada, o ROA pode ser desmembrado na fórmula *Du Pont*¹⁵:

$$ROA = \frac{LucroOperacional}{Vendas} \times \frac{Vendas}{Ativo}$$

A primeira parte da equação (Lucro Operacional / Vendas) representa a margem das vendas, ou seja, o lucro operacional como porcentagem das vendas. A segunda parte da equação (Vendas / Ativo) representa o giro, ou seja, a quantidade de vezes que a empresa consegue girar seu ativo em um determinado período, normalmente um ano. Esse desmembramento do ROA é importante porque possibilita uma análise mais detalhada dos itens que o compõem.

Conforme Braga (1995, p. 168):

“A utilidade dessa fórmula reside na possibilidade de se detectar se um aumento ou uma redução no retorno foi mais acentuadamente influenciado pela lucratividade das vendas ou pela eficiência das vendas ou pela eficiência no uso dos ativos.”

O ROA é, também, um parâmetro importante para se analisar a alavancagem financeira da empresa, isto é, a utilização de recursos de terceiros para financiar a empresa. Se o ROA da empresa for maior que o custo de sua dívida (K_i), isto significa que a empresa possui uma alavancagem financeira positiva, em outras palavras, que a rentabilidade de seus negócios é superior à remuneração que paga aos terceiros que lhe forneceram capital. Assim, compensa para a empresa tomar recursos de terceiros, pois estará potencializando o retorno dos acionistas. Por outro lado, quando o ROA é menor do que o custo da dívida, a empresa deve evitar tomar recursos de terceiros, pois, se o fizer, estará diminuindo o retorno dos acionistas.

Uma variante da fórmula do ROA é a utilização do lucro líquido no numerador. No entanto, essa variante apresenta o inconveniente de não segregar as decisões de investimento e as decisões de financiamento. Quando se usa o lucro operacional, por outro lado, quantifica-se o retorno produzido pelas decisões de investimento e esse retorno serve como referência para

¹⁵ Esse desdobramento é conhecido como fórmula *Du Pont* por que foi desenvolvido por esta companhia

comparação com o custo de capitais de terceiros e assim evidenciar se é vantajoso ou não utilizá-los.

3.1.1.3 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)

O índice Retorno sobre o Patrimônio Líquido ou ROE é representado pela formulação abaixo:

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

O ROE é uma das principais medidas de rentabilidade da empresa, ele mede a rentabilidade dos recursos investidos pelos proprietários da empresa, em outras palavras, mede a eficiência da empresa na aplicação de seus recursos próprios. Segundo Matarazzo (2003, p. 181):

O papel do índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido é mostrar qual a taxa de rendimento do Capital Próprio. Essa taxa pode ser comparada com a de outros rendimentos alternativos no mercado, como Caderneta de poupança, CDBs, Letras de Câmbio, Ações, Aluguéis, Fundos de Investimento, etc. Com isso se pode avaliar se a empresa oferece rentabilidade superior ou inferior a essas opções.

Conforme Kassai *et al.* (2000, p. 180):

Ao investir em uma empresa, o empreendedor o faz porque esta decisão provavelmente estará maximizando seu capital, caso contrário aplicaria seus recursos numa segunda alternativa. O ROE mede justamente o resultado dessa decisão, é a medida passível de comparação direta com as outras alternativas.

Para Assaf Neto (2002, p. 285):

O retorno sobre o patrimônio líquido fornece o ganho percentual aos proprietários como uma consequência das margens de lucro, da eficiência operacional, da alavancagem e do planejamento eficiente de seus negócios.

Esse índice, como os anteriores, não tem uma forma única de ser calculado. As diferenças de cálculo se dão em função do denominador, ou seja, qual patrimônio líquido (PL) utilizar: PL inicial, PL inicial mais aumentos/diminuições proporcionais de capital que não a incorporação de lucro/prejuízo do período, PL médio $[(PL \text{ inicial} + PL \text{ final})/2]$ ou PL final.

Segunda Matarazzo (2003, p. 182), para se apurar o ROE anual, o mais adequado seria considerar o PL inicial mais aumentos/diminuições de capital que não a incorporação de lucro/prejuízo do período, sendo os aumentos/diminuições considerados proporcionalmente pelo tempo de permanência na empresa. Em caso de inflação todos esses valores deveriam ser, adequadamente, corrigidos para moeda de final de exercício, assim como o lucro líquido, para que os valores a serem relacionados estejam em moeda do mesmo período.

O problema é que essa fórmula de cálculo traz dificuldades para o usuário externo, que não tem acesso a todos os dados necessários para proceder ao cálculo. Na prática, acaba-se optando por fórmulas mais simples; a que parece ser mais utilizada, tanto pelas publicações oficiais das empresas, como por revistas especializadas, é o cálculo do ROE utilizando o PL médio. Não obstante haja publicações que optem pelo PL final, como é o caso da “Melhores e Maiores” da Revista Exame, cujo detalhamento do cálculo é abordado no item 5.1.

Uma forma mais analítica de se calcular o ROE é através do ROA mais um *spread* pela utilização de recursos de terceiros. A representação da fórmula é a seguinte:

$$ROE = ROA + (ROA - K_i) \times \frac{P}{PL}$$

em que:

K_i : (custo da dívida, já considerando o benefício fiscal);

P : Passivo Oneroso e

PL : Patrimônio Líquido.

Considerando uma taxa de 20% para o ROA; 15% para o K_i , um valor de \$4.000 para o P e \$10.000 para o PL, resultaria:

$$ROE = 20\% + (20\% - 15\%) \times \$4.000 / \$10.000$$

$$ROE = 20\% + 5\% \times 0,40$$

$$ROE = 20\% + 2\%$$

$$ROE = 22\%$$

Como a taxa do K_i é menor do que a taxa do ROA, há um incremento no retorno para o acionista. Se o K_i fosse maior que o ROA, o retorno para o acionista iria diminuir. A essa relação entre o ROE e o ROA, dá-se o nome de Grau de Alavancagem Financeira (GAF). No exemplo acima, o GAF é igual a 1,10, o que representa um incremento de 10% ou 2 pontos percentuais ao ROE.

Assim, sempre que a relação ROE/ROA for maior que 1, há um GAF positivo e, portanto, compensa trabalhar com recursos de terceiros. Por outro lado, quando a relação for menor que 1, há um grau de alavancagem financeira negativa e, portanto, não compensa trabalhar com recursos de terceiros.

Assaf Neto (2003a) analisou as companhias de capital aberto no Brasil no período de 1996 a 2002 e constatou que o endividamento médio das companhias brasileiras é de 39%, ou seja, para cada R\$ 1,00 investido na empresa, 61% é feito com capital próprio e 39% com capitais de terceiros. Segundo o autor, esse endividamento é baixo comparativamente a alguns países desenvolvidos. Isso se dá não por mérito de uma gestão eficaz, mas por uma questão de sobrevivência em um contexto econômico de altas taxas de juros. Portanto, o mercado de crédito no Brasil, caracterizado por juros altos e deficientes linhas de longo prazo, limita a possibilidade de alavancagem financeira das companhias.

O ROE pode, também, ser desmembrado fazendo algumas adaptações do modelo *Du Pont* para possibilitar uma análise mais detalhada:

$$\text{ROE} = \text{ROA} \times \text{GAF};$$

$$\text{ROA} = \text{Margem} \times \text{Giro}, \text{ assim, resultaria:}$$

$$\text{ROE} = \text{Margem} \times \text{Giro} \times \text{GAF}.$$

Conforme Kassai *et al.* (2000, p. 184):

“(...) o Modelo Du Pont ajustado evidencia que para se ganhar dinheiro, o empreendedor precisa administrar sua atividade de maneira que tenha perfeitamente equilibradas as variáveis Giro e Margem, que são grandezas inversamente proporcionais, e também a Alavancagem Financeira.”

3.1.2 Particularidades dos Índices de Retornos para os Bancos

O cálculo do ROA, conforme considerado na seção 2.2.2., traz dificuldades adicionais para o setor bancário. A função básica de um Banco é a intermediação, ou seja, captar recursos dos agentes superavitários da economia e emprestá-los para os agentes deficitários. A captação de recursos junto a terceiros faz parte de suas atividades operacionais. Por essa razão é que eles trabalham com alavancagem financeira elevada.

Portanto, para o cálculo do ROA dos Bancos faz mais sentido considerar o lucro líquido em vez do lucro operacional. O problema é que, em função da alta alavancagem com que os Bancos trabalham, comparações com setores não-financeiros não faz muito sentido, porque se estaria comparando coisas diferentes. Comparativamente às empresas não-financeiras, os Bancos apresentam, caracteristicamente, um retorno sobre o investimento baixo.

De acordo com Assaf Neto (2002, p. 285), o desmembramento do ROE para os Bancos em fórmulas mais analíticas, em função de suas especificidades, ficaria da seguinte forma:

Tabela 13 – ROE Desmembrado para os Bancos

ROE	=	Margem Líquida	x	Giro do Capital Próprio
LL / PL	=	LL / (Receita de Intermediação Financeira)	x	(Receita de Intermediação Financeira) / PL
ROE	=	<i>Leverage</i>	x	ROA
ROE	=	Ativo Total / PL	x	LL / Ativo Total

Fonte: Assaf Neto (2002, p. 285)

O ROE é uma referência para a análise do desempenho das empresas e, geralmente, é destacado nas publicações relacionadas a análise de empresas. Não obstante o ROE ser um índice simples, o seu desmembramento, como evidenciado nas seções anteriores, possibilita análises mais detalhadas de seus componentes e como eles estão influenciando o resultado final.

Dos índices de rentabilidade analisados, constata-se que o ROI, traz dificuldades de cálculo para os usuários externos em função da não discriminação das despesas e receitas financeiras. Além disso, em função dos diferentes níveis de alavancagem, a utilização do ROI e do ROA para comparação de empresas de setores diferentes não faz muito sentido. O ROE, por outro lado, compara o retorno do capital próprio investido em um negócio e, assim, torna possível a comparação com outras possibilidades de investimento. Por essas razões, entende-se que o

ROE é o indicador mais adequado para fazer comparações entre o setor bancário e os setores não-financeiros.

3.2 Medida de Valor para o Acionista

Os índices de rentabilidade estudados são importantes e refletem a eficiência da empresa na aplicação de seus recursos. No entanto, os índices de rentabilidade são calculados a partir dos números contábeis, que apresentam limitações em medir a mudança no valor econômico da empresa¹⁶. No entanto, conforme salienta Rappaport (2001, p. 49):

“Enquanto os números baseados na contabilidade não são indicadores confiáveis do valor para o acionista, isso não deve ser visto como uma falha da contabilidade. Em última análise, o problema é o uso inapropriado e não intencional de números contábeis históricos por gestores e investidores para a avaliação baseada em expectativas.”

Uma das críticas mais consistentes que se faz aos índices de rentabilidade é que eles ignoram o custo do capital investido. Assim, por exemplo, se uma empresa apresenta um ROE de 15%, esse número não pode ser considerado, a princípio, bom ou ruim. Para uma avaliação mais adequada desse número, terá que ser considerado qual o custo do capital próprio da empresa.

De acordo com Assaf Neto (2003b, p 176 e 177), “uma medida alternativa de valor derivada do EVA é o *spread* do capital próprio, obtido pela diferença entre o retorno auferido pelo patrimônio líquido ($ROE = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$) e o custo de oportunidade do acionista”.

Retomando a ilustração feita no item 3.1., tinha-se que o valor do patrimônio líquido era de R\$700.000 e o lucro líquido de R\$196.000 ($R\$250.000 - R\$54.000$). O ROE, portanto, foi de 28%. Assim, resultaria:

Spread do patrimônio líquido : $ROE - K_e$

Spread do patrimônio líquido : $28\% - 25\% = 3\%$

Valor Agregado : $3\% \times R\$700.000 = R\$21.000$

Note-se que o resultado do *spread* do capital próprio, ou *spread* econômico, foi idêntico ao EVA, isso porque as duas medidas excluem o custo do capital de terceiros em seus cálculos.

Portanto, para uma análise mais completa do retorno de uma empresa é importante relacionar o seu ROE com o seu respectivo custo de capital próprio (K_e). Segundo Assaf Neto (2003a, p. 146):

o *spread* econômico representa a genuína remuneração paga ao acionista, calculada depois da dedução de todas as despesas, inclusive o custo de oportunidade do capital próprio. É um direcionador de valor, revelando se a empresa foi capaz de criar riqueza aos seus proprietários.

Assim, se o *spread* econômico for positivo, a empresa está criando riqueza aos seus proprietários. Por outro lado, se o *spread* econômico for negativo, significa que a empresa está destruindo valor para seus proprietários. Em sendo o *spread* econômico igual a zero, significa que a empresa está tendo retorno condizente com o risco do negócio, mantendo, portanto, o valor do investimento.

Para os Bancos que têm a prerrogativa de captar recursos junto ao público, como depósitos à vista e a prazo, o seu passivo faz parte das suas atividades operacionais, ele não se refere puramente a empréstimos. Para esses Bancos, trabalhar com recursos de terceiros não é uma possibilidade, mas sim uma necessidade intrínseca do negócio. Dessa forma, para os Bancos é mais adequado considerar o *spread* econômico do que EVA calculado sobre o lucro operacional líquido. Em uma análise mais detalhada, porém, é importante avaliar a capacidade de os Bancos captarem recursos junto ao público a um custo menor do que teriam se a captação fosse realizada junto ao mercado aberto e o quanto isso está contribuindo para a criação de valor para o acionista.

3.3 Estimativa do Custo do Capital Próprio – O Modelo CAPM

Segundo Young e O'Byrne (2003), o custo do capital próprio está relacionado ao conceito de custo de oportunidade, ou seja, é a taxa de retorno que o investidor esperaria receber se aplicasse seu capital em outro projeto, ativo ou empresa, de risco semelhante. Argumentam, ainda, que o custo do capital próprio deve incluir um prêmio de risco acima da taxa de juros que a companhia paga a seus credores.

Não existe um modelo definitivo para a determinação do custo do capital próprio e é possível que esse modelo nunca existirá. Damodaran (1997, p. 26) afirma que o CAPM (*Capital Asset*

---

¹⁶ Para uma discussão mais detalhada sobre o assunto ver Rappaport (2001) e Copeland *et al.* (2000)

Pricing Model - Modelo de Precificação de Ativos Financeiros) ainda é o padrão pelo qual os demais modelos para risco e retorno são medidos. Copeland *et al.* (2002) também sugerem a utilização do CAPM como modelo-padrão para determinar o custo do capital próprio.

O CAPM considera a existência de uma taxa de juros livre de risco, um prêmio pelo risco de mercado e uma medida de risco da empresa em relação ao mercado (coeficiente beta da ação) e estabelece uma relação linear entre risco e retorno, ou seja, para cada nível de risco é possível estabelecer-se um nível de retorno compatível.

O modelo pressupõe que o risco total de um ativo pode ser dividido em duas partes: o risco sistemático e o risco não sistemático ou diversificável. O primeiro tipo de risco é conjuntural, consiste no risco que os sistemas econômicos, político e social, dentro de uma perspectiva ampla, impõem ao ativo. Esse tipo de risco atinge todas as empresas e não pode ser eliminado, são exemplos: crise cambial, crise política etc. O segundo tipo é o risco intrínseco ao ativo e ao subsistema ao qual pertence. Por exemplo, se há um aumento do preço das matérias primas para a produção do aço, o preço final desse produto pode aumentar e fazer com que a demanda baixe. Conseqüentemente, as empresas siderúrgicas e metalúrgicas diminuirão suas vendas e, provavelmente, seus lucros. O risco não sistemático, no entanto, pode ser diminuído ou até ser eliminado por meio da diversificação.

O CAPM tem como hipótese fundamental que o prêmio do investidor seja determinado pelo risco sistemático. Em outras palavras, o risco compensado é somente o risco sistemático presente na carteira, sendo, portanto, o componente relevante da formação da taxa de retorno requerida. A representação formal do modelo é:

$$K = R_F + \beta x (R_M - R_F)$$

em que:

K : taxa de retorno requerida para o investimento, entendido como o custo de capital;

R_F : Taxa de retorno de um ativo livre de risco;

R_M : Taxa de retorno da carteira de mercado;

B : Coeficiente beta do título e

$(R_M - R_F)$: prêmio pelo risco de mercado.

Normalmente, utilizam-se, como parâmetro para ativos livres de risco, os títulos de emissão pública. A carteira de mercado, teoricamente, deveria incluir todos os ativos com risco de uma economia, ponderados pelos seus respectivos valores de mercado. Deveria incluir ações, debêntures, imóveis, *commodities* etc. Essa seria a carteira mais diversificada possível, restando-lhe, somente, o risco sistemático. No entanto, é impossível analisar o retorno dessa carteira. Na prática, costuma-se utilizar como *proxy* dessa carteira um índice que represente as negociações ocorridas no mercado secundário de ações (SECURATO, 1996 p. 214). Nos Estados Unidos da América (EUA), destaca-se o índice S&P 500, índice ponderado calculado pela Standard & Poors sobre as 500 ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE). No Brasil, o índice mais utilizado para essa finalidade é o Ibovespa, Índice da Bolsa de Valores de São Paulo, que acompanha a evolução média das cotações das ações negociadas na Bovespa.

O coeficiente beta mede o risco sistemático de um determinado ativo (r_i) em relação ao mercado como um todo (carteira de mercado - r_m). Essa medida é feita pela inclinação (coeficiente angular) da reta de regressão linear entre os retornos desse ativo e os retornos da carteira de mercado. Para se estabelecer essa relação, utilizam-se as técnicas de co-variância (Cov) e de variância (Var). Em termos matemáticos, ter-se-ia:

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)}$$

A carteira de mercado é a mais diversificada e seu beta é definido como igual a 1. O beta de um ativo específico pode ser igual a 1, maior ou menor que 1. No primeiro caso, significa que o retorno desse ativo se move na mesma direção e com a mesma intensidade do retorno médio da carteira de mercado. Quando o beta for maior que 1, significa que o ativo é mais arriscado, e, portanto, exige-se maior retorno que a carteira de mercado. Quando o beta for menor que 1, ao contrário, significa menor risco e do qual se espera menor retorno que o da carteira de mercado.

Considerando-se o ativo livre de risco com um retorno de 5,0% e o prêmio pelo risco de mercado como de 7,0%, o retorno da carteira de mercado seria de 12,0%. Para um ativo específico, com beta de 1,5, espera-se um retorno de 15,5% para compensar o risco adicional.

Por outro lado, se o ativo específico tem um beta de 0,8, em função de seu menor risco, espera-se, também, um retorno menor, que, neste caso, seria de 10,6%.

O Brasil, como um típico país emergente, apresenta uma série de problemas que inviabilizam o uso do CAPM em sua forma clássica. Em primeiro lugar, tem-se o problema da taxa livre de risco. Ela é calculada como uma média das taxas de juros históricas dos títulos públicos. No Brasil, a referência para a taxa livre de risco seria a taxa Selic, que é a taxa de juro formada nas negociações com títulos públicos federais. Quando se analisa a série histórica dessa taxa, constata-se que há uma dispersão muito grande. Mesmo quando se considera o período posterior ao Plano Real, a dispersão, ainda, é significativa, refletindo uma média pouco representativa.¹⁷

Em segundo lugar, o mercado acionário brasileiro apresenta limitações que o distanciam de um mercado eficiente, inviabilizando, dessa forma, o uso do CAPM. Entre essas limitações, destacam-se:

- baixo volume de negociação com ações ordinárias, que dão direito a voto, há forte predominância de ações preferenciais, que não dão direito a voto;
- baixa liquidez das ações e
- concentração de poucas ações na formação do índice de mercado.

Devido a essas características, Assaf Neto (2003a p. 75) afirma que: “Em verdade, o valor de mercado de uma ação no mercado acionário nacional encontra-se bastante defasado do efetivo valor (“*fair value*”) da sociedade emitente”.

Uma das alternativas para equacionar esses problemas tem sido utilizar como *benchmark* as taxas praticadas nos EUA, tanto a taxa livre de risco como a taxa de prêmio pelo risco de mercado e também o beta, já que os títulos da dívida do governo desse país são reconhecidos como os de mais baixo risco do mundo e o seu mercado acionário é, também, reconhecido como o mais eficiente.

---

¹⁷ Para uma discussão mais detalhada dessa questão, ver Assaf Neto (2003a).

A adequação desse modelo para os países emergentes, como o Brasil, faz-se através da incorporação do risco país (risco soberano). O risco país é representado pelo acréscimo de remuneração que os títulos públicos de um país pagam em relação a títulos similares emitidos pelo Departamento do Tesouro dos EUA (*Treasury Bonds*). Esse risco procura retratar o risco da economia de um país.

Desse modo a equação do CAPM, para cálculo do capital próprio passa a ser:

$$K = R_F + \beta x (R_M - R_F) + \alpha_{BR}$$

em que:

α_{BR} : risco país

Portanto, o prêmio cobrado para se investir em um país de maior risco como o Brasil é o diferencial de juros que os títulos de sua dívida pagam em relação aos títulos de dívida dos EUA.

No processo de análise do sistema Telebrás para privatização em 1998, esse foi o modelo utilizado para a determinação do custo de capital próprio pelo consórcio formado pelas empresas de consultoria Salomon Smith Barney e Morgan Stanley.

Tabela 14 – Custo do Capital Próprio

	Longa Distância	Telefonia Fixa	Telefonia Celular
Taxa livre de Risco (R_F)	5,75%	5,75%	5,75%
Risco País	4,00%	4,00%	4,00%
Coeficientes Beta (β)	0,86	0,88	0,82
Prêmio pelo Risco de Mercado ($R_M - R_F$)	7,40%	7,40%	7,40%
Custo do Capital Próprio (K_e)	16,11%	16,26%	15,82%

Fonte: Salomon Smith Barney e Morgan Stanley

As taxas utilizadas foram obtidas de acordo com os seguintes procedimentos:

- Taxa Livre de Risco: taxas de remuneração do bônus do governo norte-americano de 10 anos, em 11 de maio de 1998;

- Risco País: diferença entre as taxas de remuneração do bônus do governo norte-americano e o bônus do governo brasileiro (2008), em 11 de maio de 1998;
- Coeficiente Beta: média das betas-*equity* de empresas norte-americanas do setor de telecomunicações;
- Prêmio pelo Risco de Mercado: teve como fonte a Ibbotson Associates.

Para a dissertação em questão, a estipulação das taxas a serem utilizadas para estimação do custo do capital próprio dos Bancos seguiu os seguintes critérios:

- Taxa Livre de Risco (*T-Bond*) - R_F : considerou-se a média aritmética dos retornos dos *T-Bonds* de 10 anos do período de 1928 a 2004;
- Rentabilidade da Carteira de Mercado (S & P) - R_M : considerou-se a média aritmética dos retornos da carteira de mercado do período de 1928 a 2004;
- Beta do setor bancário: primeiramente, considerou-se o beta do setor bancário dos EUA para os anos de 1998 a 2003. Em cada um desses anos, o beta do setor bancário foi calculado considerando-se o retorno mensal da ação de cada Banco para os cinco anos anteriores, depois foi calculada a média aritmética simples. Por fim, calculou-se o beta médio desses seis anos. O beta encontrado foi de 0,74. Estabeleceu-se a premissa de que o risco do negócio no Brasil é semelhante ao risco do negócio nos EUA;
- Taxa de Inflação: considerou-se a média aritmética da taxa de inflação medida pelo índice de preços ao consumidor (CPI – *Consumer Price Index*) de 1928 a 2004;
- Risco País (*C-Bond Spread*): considerou-se a taxa média do período de 1997 a 2004;

Desse modo, as taxas a serem utilizadas ficaram as seguintes:

Tabela 15 – Taxas básicas dos EUA - %

	Nominal ^a	Inflação ^b	Real
Rentabilidade da Carteira de Mercado (S&P) - RM	11,8	3,2	8,6
Taxa Livre de Risco [T - <i>Bond</i>] – RF	5,3	3,2	2,1
Prêmio pelo Risco de Mercado: RM – RF			6,5

Fontes: a - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>b – <http://www.federalreserve.gov>**Tabela 16 - Taxas para Prêmio pelo Risco País Ajustado**

	1997 - 2004
Risco País (C-Bond Spread) ^a - %	8,2
Beta do setor bancário ^b	0,74

a. <http://www.ipeadata.gov.br/www.economatica.com.br>b. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Assim, o custo do capital próprio dos Bancos ficou:

$$K_e = 2,1\% + 0,74 \cdot 6,5\% + 8,2\%$$

$$K_e = 2,1\% + 4,8\% + 8,2\%$$

$$K_e = 2,1\% + 13,0\%$$

$$\mathbf{K_e = 15,1\%}$$

Cabe, aqui, uma ressalva com relação ao CDI (Certificado de Depósito Interbancário). O CDI serve como referência do custo do dinheiro no mercado financeiro e muitos autores têm utilizado essa taxa como parâmetro para o custo do capital próprio dos Bancos no Brasil.

No entanto, conforme trabalho de Famá *et al.* (2002), o CDI seria mais adequado se utilizado como taxa de juros livre de risco para o mercado brasileiro. Assim, ao se utilizar o CDI como estimativa para o custo de capital dos Bancos no Brasil, o valor deste custo está sendo subestimado, porque não se está levando em conta o risco do negócio.

3.4 Revisão Bibliográfica

A revisão bibliográfica está dividida em duas partes: na primeira, discute-se a questão do ROE dos Bancos; na segunda, discute-se trabalho que analisou se o ROE gerado por empresas não-financeiras de capital aberto foi suficiente para cobrir seus custos de capital próprio.

3.4.1 Análise do ROE dos Bancos

Paula *et al.* (2001) analisaram o ajuste patrimonial e o padrão de rentabilidade (ROE) dos dez maiores Bancos Privados do Brasil (América do Sul, Bandeirantes, BCN, Boavista, Bradesco, HSBC Bamerindus, Itaú, Mercantil de São Paulo, Noroeste e Unibanco) no período de 1994 a 1998.

Os autores constataram que, em um primeiro momento, os Bancos se focalizaram em aumentar as operações de crédito a fim de compensar a queda dos ganhos com a inflação. No entanto, a partir de 1995, com o início da crise bancária e a instabilidade do nível de atividade econômica no Brasil durante os anos seguintes, os Bancos procuraram recompor sua estrutura patrimonial com base nas aplicações em títulos públicos, abrindo mão de *spreads* mais elevados em troca de maior segurança. Os autores argumentam que a migração para títulos e valores mobiliários, principalmente títulos públicos federais, só foi possível graças à elevação da dívida pública e das elevadas taxas básicas de juros praticadas pelo Governo Federal. A cobrança de tarifas bancárias, também, começou a ganhar importância depois do Plano Real.

O grau de alavancagem dos Bancos Múltiplos Privados foi calculado pela razão risco-ativo, ou seja, ativo ajustado (total do ativo menos encaixe bancário menos título do governo) sobre o capital próprio. Segundo os autores:

Como os títulos públicos em geral, e especialmente no Brasil, constituem, em boa medida, reservas secundárias dos Bancos, a razão ajusta reflete melhor a alavancagem do ativo dos Bancos como medida do grau de aversão ao risco do banco, assim como de sua capacidade de absorver possíveis perdas.

O resultado foi uma alavancagem de 6,1 em 12/94, 10,1 em 12/95, 5,8 em 12/96, 5,9 em 12/97 e 5,2 em 12/98. Esses números, segundo os autores, expressam que os Bancos Múltiplos Privados tiveram uma postura mais conservadora e avessa ao risco em um quadro de incerteza da economia, que começou com a crise bancária de 1995 até chegar ao quadro de crise externa em 1997 e 1998.

Os Bancos analisados conseguiram manter seus níveis de rentabilidade sobre o patrimônio líquido acima de 11%. Os autores afirmam que isso só foi possível devido à política

econômica adotada nos quatro primeiros anos de Plano Real, principalmente em função das altas taxas de juros básica praticada pelo Governo Federal.

Por fim os autores concluem que “(...) o sistema bancário privado brasileiro tem revelado grande capacidade de adaptação às mudanças no contexto macroeconômico do País, sabendo extrair vantagens tanto em períodos de crescimento quanto de crise.”

Málaga *et al.* (2003), em estudo sobre a rentabilidade bancária no período de 1994 a 2002, compararam o ROE médio dos Bancos com o ROE médio das empresas industriais. O cálculo do ROE médio para ambas as amostras foi feito somando-se os lucros líquidos e dividindo-o pela soma dos patrimônios líquidos. As comparações foram feitas de várias formas, entre as quais se destacam:

- a) incorporando os Bancos que sofreram liquidação ou intervenção no período de 1995, 1996 para evitar o chamado “viés dos sobreviventes”;
- b) por tipo de controle, setor bancário privado *versus* setor industrial privado, setor bancário público *versus* setor industrial público *versus* empresas públicas. Essas comparações foram feitas utilizando o ROE ajustado;
- c) três maiores Bancos Privados (Bradesco, Itaú e Unibanco) com as três maiores empresas (Petrobrás, Votorantim e CVRD).

Para o cálculo do ROE do setor bancário, a base de dados utilizada foi a da consultoria Austin Asis. Para as empresas industriais, foram utilizadas duas bases de dados: a do Balanço Anual da Gazeta Mercantil e da Revista Exame.

Na comparação a), a constatação é que o setor bancário apresenta ROE menor do que o setor industrial, 5,14% contra 7,54%, respectivamente, e maior volatilidade (desvio padrão), 8,01%, contra 7,9%.

Na comparação b), a constatação é que o setor bancário privado apresenta maior ROE que o setor industrial privado, 12,1% contra 4,41%, mas apresenta, também, maior volatilidade (desvio padrão), 3,62% contra 3,33%. Já o setor bancário público apresenta ROE menor,

-17,6%, e maior volatilidade, 28,5%, contra 3,50% e 3,95%, respectivamente, do setor industrial. Os autores salientam que, considerando o total, o setor bancário apresenta ROE menor, 3,02%, e maior volatilidade, 9,67%, contra 3,52% e 2,91%, respectivamente.

A comparação c) foi feita considerando o período de 1994 a 2001, a constatação foi que, tanto para o ROE legal, quanto para o ROE ajustado, a média dos três maiores Bancos foi maior no período de 1994 a 1999 e menor nos anos de 2000 e 2001.

Por fim, os autores concluem que:

Com base nos cálculos realizados, conclui-se que a rentabilidade bancária média, quando incorporados de forma adequada os Bancos que passaram por dificuldades financeiras, não é tão elevada como se afirma com frequência. Isto é, para avaliar de forma precisa a rentabilidade do setor financeiro nos últimos anos, torna-se necessário considerar as perdas incorridas por diversas instituições, decorrentes, basicamente, da ineficiência destas, que lhes garantia a sobrevivência no contexto inflacionário, o que deixou de ser possível com a estabilidade de preços. Verificou-se, que, mesmo diante dos lucros dos maiores Bancos Privados, a comparação da rentabilidade bancária encontra-se abaixo da industrial. Além disso, apresenta uma volatilidade significativamente mais elevada que a industrial.

Matias (2004) analisa as hipóteses normalmente levantadas para justificar as altas taxas de juros no país, quais sejam: reduzir ou controlar a inflação; dar estabilidade cambial e vender títulos públicos. Segundo suas análises, essas hipóteses não se sustentam, não se embasam nos dados da realidade.

Comparando a rentabilidade sobre o patrimônio líquido do setor bancário com as companhias de capital aberto, o autor argumenta que o primeiro apresentou desempenho melhor em todos os anos no período de 1994 a 2003.

O autor argumenta ainda que, com o fim da inflação, os Bancos perderam uma importante fonte de receita e que os juros dos títulos públicos federais passaram a ser elevados e, conseqüentemente, também os juros das operações de crédito em geral, para compensar o setor bancário. O Plano Real, segundo o autor, apenas alterou a forma de financiamento do déficit público, passou a fazê-lo via emissão de dívida, em vez de emissão de dinheiro.

O autor destaca a baixa relação crédito bancário/PIB, salientando a alta taxa de juros reais praticada pelo Governo Federal e que influencia essa relação.

Por fim, o autor conclui afirmando que a política monetária centrada em elevadas taxas de juros teve que ser adotada para dar sustentabilidade ao setor bancário.

Belaish (2003), em estudo sobre a competição entre os Bancos brasileiros, afirma que os Bancos brasileiros têm um baixo nível de intermediação financeira quando comparado com os Bancos dos EUA. O sistema bancário brasileiro é comparável ao dos EUA em termos de ativo proporcionalmente ao PIB, no entanto, seus empréstimos em relação ao PIB equivalem à metade dos empréstimos bancários dos EUA. Quando se compara com os sistemas bancários da zona do Euro e com o Japão, os empréstimos bancários no Brasil são, também, expressivamente menores.

Com base em levantamento feito em 2001, a autora afirma que aproximadamente 30% dos ativos dos Bancos brasileiros são representados por operações de crédito, outros 30% são representados por aplicação em títulos e valores mobiliários, principalmente títulos do Governo Federal, que pagam juros atraentes. Diante desse quadro, a autora afirma que o papel tradicional dos Bancos, como intermediários financeiros, não predomina, os Bancos têm papel atuante no mercado de capitais, investindo em títulos como uma das fontes principais de negócios. Não obstante as operações de crédito tenham peso pequeno no total de ativos, os juros dessas operações respondem por uma parcela expressiva de suas receitas devido às altas taxas de juros praticadas.

Segundo a autora, a rentabilidade dos Bancos brasileiros é equivalente à dos países da América Latina, mas menores que a dos EUA. No entanto, a eficiência do sistema bancário brasileiro é menor do que a da América Latina, região na qual a eficiência é menor do que a da zona do Euro. A eficiência, também, é muito menor do que a dos EUA, país mais eficiente das amostras analisadas. A eficiência é medida pela autora de duas formas, a saber: custos operacionais/receitas operacionais e despesas com pessoal/receitas operacionais.

A autora argumenta que algumas explicações podem ser levantadas para justificar a baixa eficiência e intermediação do sistema bancário brasileiro, uma delas é que o risco das operações de crédito é alto e que os Bancos têm evitado este risco aplicando seus recursos em títulos públicos federais, que garantem retornos razoáveis a um risco baixo. Outra possibilidade de explicação estaria relacionada à estrutura do mercado em que os Bancos atuam. Utilizando dados em painel no período de 1997 a 2000 dos 49 maiores Bancos

atuantes no Brasil, a autora afirma que há evidências de que os Bancos atuam sob uma estrutura de mercado oligopolista. Conclui afirmando que, em mercados em que Bancos atuam como monopólios legais ou oligopólios, incentivos para melhorar a eficiência são fracos e os *spreads* da taxa de juros são altos, desencorajando volumes maiores de empréstimos.

3.4.2 Análise ROE *versus* Custo de Capital Próprio de Companhias Não-Financeiras

Assaf Neto (2003a) analisou 346 companhias não-financeiras de capital aberto, classificadas em 16 setores econômicos, no período de 1996 a 2002. O objetivo da pesquisa foi analisar se essas companhias criaram valor para os acionistas nesse período, de modo a atender o objetivo básico definido pela teoria de finanças para as companhias, qual seja, o de maximizar a riqueza de seus acionistas.

O autor utilizou as modernas medidas de sucesso empresarial de criação de valor, como o EVA, MVA e SVA. Para que isso se tornasse possível, fez diversos ajustes nas demonstrações contábeis de modo a refletirem com maior acuidade os resultados das companhias e os índices econômico-financeiros calculados.

Para a estimação do custo do capital próprio das companhias, foi utilizado o CAPM, tendo como *benchmark* os números do mercado dos EUA, ajustado ao risco soberano do Brasil. Na estimação do custo do capital próprio para o período de 1996 a 2002, o autor ajustou o risco soberano do Brasil à volatilidade relativa do mercado acionário brasileiro, segunda a premissa de que o mercado acionário é mais volátil que os títulos de renda fixa que lastreiam o cálculo do risco soberano do Brasil. Desse modo, os números básicos utilizados foram:

Tabela 17 - Indicadores básicos do mercado referência

Rentabilidade da Carteira de Mercado - RM	9,6%
Taxa Livre de Risco - RF	3,35%
Prêmio pelo Risco de Mercado: RM - RF	6,25%

Fontes: www.domodaran.com / Bloomberg

Tabela 18 - Indicadores de risco país

	1996-2002	2003 . . .
Risco Brasil	6,69% ^a	4,00%
Volatilidade Relativa do Mercado Brasileiro	1,31 ^b	1,00%
Prêmio Total pelo Risco País	8,76%	4,00%

Fontes: a. www.economatica.com.brb. www.ipeadata.gov.br/www.economatica.com.br

Em linhas gerais, o autor concluiu que, no período sob análise, a maioria das companhias destruiu valor em vez de criá-lo, totalizando um *goodwill* negativo médio de US\$ 69,5 bilhões. Segundo o autor, as principais causas dessa destruição de valor foram: a incerteza da economia, o aumento da competitividade e as taxas de juros elevadas.

Algumas conclusões do autor merecem destaque. A primeira delas é que as taxas de juros no Brasil são elevadas e incompatíveis com os padrões de retorno das companhias. Assim, as companhias operam com muito pouco capital de terceiros. A segunda é a reduzida capacidade de reinvestimento das companhias brasileiras no período, levando-as a perderem competitividade e tornando-as frágeis à concorrência de mercado. A terceira é que o custo de capital próprio no Brasil é muito alto quando comparado com padrões internacionais; em grande medida isso aconteceu em função do risco país que foi muito elevado no período do estudo.

Para os objetivos desta dissertação, é importante salientar que o autor analisou, também, o *spread* econômico médio por setor do retorno do acionista. Conforme pode ser constatado na tabela 19, “os setores foram, em sua ampla maioria, destruidores de valor. Em outras palavras, não revelaram competência em produzir um retorno ao capital próprio investido acima do custo de oportunidade desse capital.” Na média do período (1996 a 2002), somente o setor de petróleo e gás apresentou resultado positivo.

Tabela 19 - Spread médio por setor do retorno do acionista - (ROE – Ke) - em %

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Média
Alimentos e Bebidas	-5,90	-11,44	-8,00	-10,86	-7,90	-0,26	1,45	-6,13
Comércio	-46,26	-51,82	-70,17	-20,83	-11,22	-11,80	-10,83	-31,85
Construção	-34,93	-13,49	-18,25	-23,83	-18,37	-23,01	-26,76	-22,66
Eletroeletrônicos	-10,82	-23,58	-29,49	-35,31	-18,69	-36,11	-29,51	-26,22
Energia Elétrica	-6,16	-2,77	-5,61	-6,34	-3,65	-3,78	-16,05	-6,34
Máquinas Industriais	-19,86	-10,01	-15,86	-18,60	-0,20	3,79	2,26	-8,35
Mineração	-13,52	-10,57	-9,22	-7,23	-0,90	6,34	-5,85	-5,85
Minerais Não Metálicos	-6,53	-5,84	-8,06	-5,41	-7,13	-5,29	-1,06	-5,62
Papel e Celulose	-13,98	-13,10	-18,44	-10,96	3,28	-4,43	-7,88	-9,36
Petróleo e Gás	-12,61	-8,26	-7,56	-9,77	25,06	16,18	7,25	1,47
Química	-15,36	-9,36	-7,40	-10,55	-8,55	-7,50	-22,85	-11,65
Siderurgia e Metalurgia	-12,00	-11,03	-15,49	-14,80	4,10	-9,06	-5,33	-9,09
Telecomunicações	-7,93	-6,80	-11,58	-14,88	-11,51	-17,63	-15,10	-12,21
Têxtil	-13,79	-15,47	-14,09	-18,95	-7,77	-13,34	-14,91	-14,05
Transportes e Serviços	-61,55	223,10	-10,26	-46,73	-9,36	-529,73	-170,31	-86,40
Veículos e Peças	-26,49	-33,89	-18,24	1,09	11,79	14,28	6,63	-6,40
% de Setores com (ROE - Ke) < 0	100,00	100,00	100,00	93,75	75,00	75,00	75,00	93,75

4 PESQUISA EMPÍRICA

4.1 Amostra e Critérios

4.1.1 Definição da Amostra e Coleta de Dados

As amostras dessa pesquisa são não-probabilísticas. Segundo Stevenson (2001, p. 166 e 167), “A amostragem não-probabilística é a amostragem subjetiva, ou por julgamento, onde a variabilidade amostral não pode ser estabelecida com precisão. Conseqüentemente, não é possível nenhuma estimativa do erro amostral (isto é, da variabilidade amostral)”. No entanto, há ocasiões em que seu uso é justificável e útil. Quando não estão disponíveis, por exemplo, os dados de todos os elementos de uma população. Dessa forma, a seleção se restringe aos elementos da amostra cujos dados estão disponíveis. Na pesquisa em questão, é o que acontece com as empresas não-financeiras, nem todas divulgaram suas demonstrações financeiras, inviabilizando, conseqüentemente, o cálculo do ROE.

Conforme Meglioni *et al.* (2004, p. 44), as amostras não-probabilísticas podem ser, basicamente, de dois tipos: por conveniência ou por julgamento. No primeiro caso, os elementos são selecionados conforme sua disponibilidade ou por conveniência do pesquisador. No segundo caso, os elementos são selecionados de acordo com o julgamento do pesquisador: colhem-se amostras que sejam satisfatórias. Os critérios de seleção das amostras nessa pesquisa seguiram, basicamente, o critério de julgamento, ou seja, foram selecionados Bancos e empresas não-financeiras que o pesquisador entende que sejam representativas de suas populações.

O critério de relevância que serviu como parâmetro foi o de tamanho das empresas, tanto para os Bancos quanto para as empresas não-financeiras, conforme será descrito a seguir.

Saliente-se, portanto, que, como se trata de amostras não-probabilísticas, as conclusões não podem ser generalizadas, ou seja, elas só valem para as amostras selecionadas.

A amostra relativa aos Bancos¹⁸ se baseou no relatório 50 Maiores Bancos e Consolidado do Sistema Financeiro Nacional efetuado pelo Banco Central do Brasil (BACEN). Esse relatório passou a ser divulgado trimestralmente a partir de março/2000. De acordo com esclarecimentos do Bacen¹⁹:

O relatório 50 Maiores Bancos e o Consolidado do Sistema Financeiro Nacional é elaborado trimestralmente com base nas últimas informações contábeis disponíveis dos conglomerados bancários²⁰ e as instituições bancárias independentes em funcionamento normal, classificando-os pela ordem decrescente de ativo total deduzido da intermediação (de títulos – posição financiada).

Segundo conceituação do Bacen:

Bancos: Equivalem, para a finalidade, aos conceitos de Conglomerados Bancários e Instituições Independentes, na forma a seguir definida.

Conglomerado: Conjunto de Instituições Financeiras que consolidam seus demonstrativos contábeis.

Instituições Bancárias Independentes I: Instituições financeiras do tipo Banco Comercial, Banco Múltiplo com Carteira Comercial ou Caixa Econômica que não integrem conglomerado.

Instituições Bancárias Independentes II: Instituições financeiras do tipo Banco Múltiplo sem Carteira Comercial, Banco de Investimento e Banco de Desenvolvimento, que não integrem conglomerado.

Consideraram-se, assim, somente as Instituições Financeiras pertencentes ao sistema bancário, ou seja, as que possuem carteira comercial e que, portanto, podem captar depósitos á vista. Assim, Instituições como o BNDES, por exemplo, ficam de fora do sistema bancário. Para o período de 1997 a 1999, selecionaram-se os Bancos de março/2000, uma vez que os relatórios só começaram a ser divulgados a partir dessa data. Dentro da amostra inicial dos 50 Bancos foram selecionados os Bancos Privados brasileiros, ou seja, cujo controle pertence a pessoas ou grupos brasileiros, e os Bancos Estrangeiros que atuam no país. Portanto, doravante, quando se falar em setor bancário privado, estar-se-á referindo aos Bancos Privados brasileiros mais os Bancos Estrangeiros que atuam no país.

Optou-se por deixar de fora os Bancos Públicos (Federais e Estaduais) porque, muitas vezes, o objetivo principal dessas Instituições não é criar riqueza para os acionistas, como dos

¹⁸ Este conceito de Banco considera as Instituições Financeiras independentes e os conglomerados financeiros.

¹⁹ Disponível em www.bcb.gov.br

²⁰ conforme definição do Banco Central do Brasil, é o conjunto de entidades financeiras vinculadas diretamente ou não, por participação acionária ou por controle operacional efetivo, caracterizado pela administração ou gerência comum, ou pela atuação no mercado sob a mesma marca ou nome comercial.

Bancos Privados, mas sim viabilizar políticas públicas, não importando muito o custo envolvido nessa opção. Além disso, os Bancos Públicos são menos flexíveis e eficientes do que os Bancos Privados, o que poderia gerar distorção nos resultados.

Dois exemplos dessa postura dos Bancos Públicos são o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, utilizados para viabilizar, respectivamente, as políticas do Governo Federal para as áreas rurais e habitacionais. Muitas decisões desses Bancos relativas a essas áreas subordinam-se mais às diretrizes do Governo do que à racionalidade econômica, levando os Bancos, muitas vezes, a assumirem prejuízos por causa disso. Finalmente, quando a questão se torna crítica, os Bancos são socorridos pelo governo, foi o que aconteceu em 1996 no Banco do Brasil e em 2000 com a Caixa Econômica Federal.

O total de Bancos selecionados está discriminado na tabela 20:

Tabela 20 - Número de Bancos Privados Selecionados								
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Bancos Privados Nacionais	19	18	17	18	18	19	22	22
Bancos Estrangeiros	21	23	23	22	22	22	18	17
Total	40	41	40	40	40	41	40	39

Note-se que os Bancos que faltam para completar o total dos 50 maiores Bancos referem-se aos Bancos Públicos.

Os balanços foram fornecidos pelo Bacen em nível de detalhamento maior do que o disponibilizado ao público em geral e maior do que as publicações oficiais. Por essa razão, conforme exigência do Bacen, os resultados devem ser apresentados de forma consolidada, sem identificação das instituições individualmente.

Os balanços fornecidos pelo Bacen são semestrais, junho e dezembro²¹. Assim, ao todo foram 564 balanços semestrais, cujos lucros líquidos foram anualizados para o cálculo dos ROE's.

---

²¹ De acordo com a Lei 4.595/64, as Instituições Financeiras devem apurar resultados a 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano, obrigatoriamente, com observância das regras contábeis estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.

Os Bancos selecionados têm participação expressiva no total dos ativos do sistema bancário, conforme tabela 21:

Tabela 21 - Participação nos Ativos do Sistema Bancário – em %						
	Mar/00	Dez/00	Dez/01	Dez/02	Dez/03	Dez/04
Bancos Privados Nacionais	31	34	34	34	36	36
Bancos Estrangeiros	21	24	26	24	19	20
Total	52	58	60	59	54	56

Com relação às empresas não-financeiras, foi utilizada a base de dados da “Melhores e Maiores” da Revista Exame. Para elaborar a lista das 500 maiores empresas do país, por receita de vendas (faturamento bruto), essa publicação parte da avaliação de dados de, aproximadamente, 3.000 empresas. Até 2001, as empresas estatais eram relacionadas à parte em uma lista das 50 maiores. A partir de 2002, as empresas estatais passaram a compor a lista das 500 maiores.

Dessa amostra de 500 empresas, foram selecionadas somente as empresas privadas e aquelas que apresentaram dados suficientes para cálculo do ROE, tanto o legal quanto o ajustado. O número total de empresas selecionadas e a representatividade da amostra estão discriminados, respectivamente, nas tabelas 22 e 23 a seguir:

Tabela 22 - Número de Empresas Privadas Selecionadas								
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Privada Nacional	267	253	233	136	223	203	219	212
Privada Estrangeira	126	142	159	224	139	119	118	110
Total	393	395	392	360	362	322	337	322

Tabela 23 - Participação no total das Vendas das 500 maiores - %								
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2003
Privada Nacional	41	44	41	41	39	43	46	47
Privada Estrangeira	29	35	37	35	36	32	29	28
Total	71	79	78	76	76	75	75	75

No período analisado, as 500 empresas estão distribuídas por 23 setores da economia²², quais sejam:

Tabela 24 - Setores Econômicos

1	Alimentos, Bebidas e Fumo	13	Mecânica
2	Atacado e Comércio Exterior	14	Mineração
3	Automotivo	15	Papel e Celulose
4	Comércio Varejista	16	Plásticos e Borracha
5	Comunicações	17	Química e Petroquímica
6	Confecções e Têxteis	18	Serviços de Transporte
7	Construção	19	Serviços Diversos
8	Diversos	20	Serviços Públicos
9	Eletroeletrônico	21	Siderurgia e Metalurgia
10	Farmacêutico, Higiene e Cosméticos	22	Tecnologia e Computação
11	Limpeza	23	Telecomunicações
12	Material de Construção		

4.1.2 Critérios para Correção Monetária das Demonstrações Contábeis dos Bancos

Em um mundo ideal, no qual não haja inflação, a utilização de valores históricos contábeis é válida e reflete o efetivo desempenho dos negócios. No entanto, a inflação existe em todos os países, ainda que em níveis bem diferentes, e atua de maneira diferente nos itens patrimoniais, distorcendo o resultado das empresas. Mesmo taxas baixas de inflação, quando não considerados seus efeitos nas demonstrações contábeis, no longo prazo, alteram a representatividade dos resultados.

O Brasil, que conviveu durante décadas com taxas de inflação elevadas, institucionalizou a correção monetária das demonstrações contábeis. Inclusive os pesquisadores da ciência contábil brasileiros desenvolveram uma metodologia sofisticada para lidar com o problema da correção monetária, que foi a Correção Monetária Integral, reconhecida pela ONU e pelo IASC em 1989 como o modelo mais avançado (BARBIERI e SANTOS, 1996 p. 162).

Com a implantação do Plano Real em 1994 e a conseqüente redução da inflação, o Governo brasileiro, por meio da Lei 9.249/95, extinguiu a correção monetária das demonstrações financeiras a partir do ano de 1996. No entanto, como diversas pesquisas têm constatado a partir de então, Santos (1997), Salotti (2002) e Lima *et. al.* (2004), índices econômico-financeiros extraídos de demonstrações financeiras sem a correção monetária diferem estatisticamente daqueles extraídos de demonstrações financeiras corrigidas e podem levar a

²² Ao longo do período analisado, 1997 a 2004, foram feitas pequenas alterações na composição dos setores. Alguns ajustes foram feitos pelo autor para padronizar os setores para o período.

distorções, comprometer a análise e acarretar prejuízos para os usuários das informações contábeis.

Gabriel (2004) compara os índices corrigidos e não corrigidos de Rentabilidade sobre o PL e sobre o Ativo dos 50 maiores Bancos Comerciais por ativo no período de 1996 a 2002 e conclui que são, estatisticamente, diferentes. Os impactos da correção monetária nos Bancos para os índices citados estão resumidos no Quadro 1 a seguir:

Quadro 1 - Efeitos da Correção Monetária na Rentabilidade dos Bancos			
Índice	Fórmula	Efeitos da CMB	Indicador Ajustado
ROE	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	✓ Diminuição do lucro líquido	Diminuição
		✓ Aumento do patrimônio líquido	
ROA	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo}}$	✓ Diminuição do lucro líquido	Diminuição
		✓ Aumento do ativo	

Fonte: Gabriel (2004, p. 59), adaptado pelo autor

Na publicação “Melhores e Maiores”, a rentabilidade das empresas não-financeiras já é apresentada sob as formas legal e corrigida. No caso dos Bancos, a “Melhores e Maiores” apresenta a rentabilidade legal e corrigida para os Bancos individualmente. No entanto, como nessa pesquisa se priorizou trabalhar com os conglomerados bancários, a fim de se evitar duplicação dos índices de rentabilidade, não se tem a rentabilidade ajustada. Por isso, foi necessário proceder à correção dos balanços dos Bancos. Não obstante, os balanços utilizados sejam os fornecidos pelo Bacen em um nível de detalhamento maior que as publicações oficiais, ainda assim não é suficiente para utilizar a Correção Monetária Integral (CMI). Por esta razão, optou-se pela Correção Monetária de Balanço (CMB), que é uma correção simplificada, mas apresenta resultado final muito próximo da CMI.

A seguir, são apresentadas as principais premissas e critérios estabelecidos para a aplicação da CMB²³:

- Índice de preços: para a comparação do ROE dos Bancos com o das empresas não-bancárias, utilizou-se o Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) da Fundação Getúlio Vargas (FGV), uma vez que ele é, em geral, utilizado para a correção das demonstrações contábeis da “Melhores e

²³ Os critérios da CMB utilizados basearam-se na dissertação de mestrado de Gabriel (2004).

Maiores”. Para a comparação do ROE dos maiores Bancos brasileiros com o ROE dos maiores Bancos de países selecionados, utilizou-se o IPCA.

- Periodicidade das demonstrações: a correção dos valores das contas do ativo permanente e do patrimônio líquido foi realizada em bases semestrais. Considerou-se que as variações ocorreram no meio do semestre, corrigindo-as pelo índice médio do semestre, ou seja, se a inflação foi de 3% no semestre, o índice médio seria $\sqrt{1,03}$).
- Permanente: o ativo permanente legal é representado pelas seguintes contas do COSIF: 21000003 – investimentos; 22000002 – imobilizado de uso; 23000001 – imobilizado de arrendamento; e 24000000 – diferido. O ativo permanente corrigido (PermC) é obtido através da soma dessas contas ajustadas pelos efeitos da inflação, conforme demonstrado nos itens seguintes.
- Investimentos: para o cálculo das variações dos investimentos registrados no ativo permanente, dever-se-ia considerar os efeitos de provisões, resultados de equivalência patrimonial e de investimentos avaliados pelo custo, a fim de se apurar o real incremento ou baixa. Porém, como não é possível identificar todos esses valores através da estrutura do Cosif (Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional) e também obter as demonstrações contábeis corrigidas das controladas e coligadas, procedeu-se a uma correção simples dos saldos dessas contas, calculada da seguinte forma:

$$InvC_t = InvC_{t-1} \times \frac{P_t}{P_{t-1}} + (InvL_t - InvL_{t-1}) \times \sqrt{\frac{P_t}{P_{t-1}}}$$

em que:

InvC = saldo corrigido de investimentos;

P = índice geral de preços;

InvL = saldo legal de investimentos, conta 21000003 do Cosif;

$t - 1$ = semestre inicial e

t = semestre corrente.

- Imobilizado de uso: para o cálculo das variações semestrais do imobilizado de uso, foram considerados os efeitos das despesas de depreciação, conforme a seguinte formulação:

$$\Delta \text{Imob}L_t = \text{Imob}_t - (\text{Imob}L_{t-1} + \text{Dep}L_t)$$

em que:

$\Delta \text{Imob}L$ = variação do imobilizado legal;

$\text{Imob}L$ = imobilizado legal, conta 22000002 do Cosif e

$\text{Dep}L$ = despesas de depreciação do imobilizado legal, registrada na conta 81820003 do Cosif.

Assim, se $\Delta \text{Imob}L$ fosse maior que 0 (zero), considerou-se uma nova aquisição, caso contrário uma baixa. Para a adição foi efetuada correção pelo IGP-M médio do semestre. Quando da ocorrência de baixas, procedeu-se a sua correção através do método Primeiro que Entra, Primeiro que Sai (PEPS):

$$\Delta \text{Imob}C_t = \Delta \text{Imob}_t \times (1 + p^*)$$

em que:

$\Delta \text{Imob}C$ = variação (baixa) corrigida do imobilizado de uso.

P^* = caso o montante acumulado das baixas até o mês em questão fosse menor que o saldo líquido em dezembro de 1995, corrigiu-se o valor baixado pela inflação de dezembro de 1995 até o referido mês. Quando da não observação dessa condição, o valor da

baixa foi corrigido pela inflação desde o mês da aquisição, de forma proporcional aos valores formados em diferentes momentos, até o respectivo mês em que foi observada tal variação.

Além da correção das baixas, também foram ajustadas as despesas de depreciação, calculada da seguinte maneira:

$$DepC_t = Im\ obC_{t-1} \times \left(\frac{DepL_t}{Im\ obL_{t-1}} \right)$$

em que:

DepC = despesas de depreciação corrigida.

Uma das limitações do Cosif refere-se à não segregação explícita dos ativos permanentes depreciables e não depreciables, dificultando, assim, o vínculo com a conta de despesa sintética que consta na demonstração de resultados. Dessa forma, calculou-se a razão entre as despesas semestrais e o respectivo custo do imobilizado do período anterior (baseando inicialmente nos valores legais) e multiplicou-se pelo custo corrigido.

Resumindo, o custo corrigido do imobilizado é obtido através da correção do saldo inicial pela variação da inflação semestral, somado à variação do período (adição, ou baixa corrigidas) e à despesa de depreciação corrigida, conforme demonstra a fórmula abaixo:

$$Im\ obC_t = Im\ obC_{t-1} \times \frac{P_t}{P_{t-1}} + V\ Im\ ob_t + DepC_t$$

- Imobilizado de arrendamento: procedimento análogo ao imobilizado de uso, porém utilizando as contas 23000001 – imobilizado de arrendamento, e 81310104 – despesas de depreciação de bens arrendados.
- Diferido: procedimento análogo ao imobilizado de uso, porém utilizando as contas 24000000 – diferido, e 81810006 – despesas de amortização.

- Resultados de exercícios futuros e despesas antecipadas: dada à imaterialidade dos grupos, ambos foram tratados como itens monetários, não sendo aplicado qualquer tipo de correção.
- Patrimônio Líquido: para as variações semestrais das contas registradas no patrimônio líquido, corrigiu-se o saldo inicial do período pela variação do IGP-M (IPCA), os acréscimos do PL (excetuando-se resultado do período) foram corrigidos pela inflação média do semestre. Quanto às baixas, não foi efetuado nenhum ajuste, pois a maioria das variações dessas contas, com exceção do resultado do exercício, decorre de contas do mesmo grupo, e quando há distribuição de resultados, em geral, os valores estão referenciados já em moeda de fim de período.

Os Bancos apuram resultados semestrais, os quais são incorporados ao patrimônio líquido no final do primeiro e segundo semestres. Como o resultado da correção monetária representa um ajuste ao lucro líquido final, deve-se calcular o patrimônio líquido corrigido ao final do primeiro semestre. Portanto, a fórmula para cálculo do Patrimônio Líquido corrigido ficou da seguinte forma:

$$PLC_t = PLC_{t-1} \times \frac{P_t}{P_{t-1}} + (PL_t - PL_{t-1}) \times \sqrt{\frac{P_t}{P_{t-1}}} + RCM$$

em que:

PLC = saldo corrigido do patrimônio líquido;

PL = saldo legal do patrimônio líquido, conta 60000002 do Cosif e

RCM = resultado da correção monetária.

- Resultado da correção monetária: o resultado da correção monetária é formado pela diferença entre ativo permanente e patrimônio líquido corrigidos pela inflação, somado à diferença das despesas de depreciação e à diferença das baixas do ativo permanente, conforme demonstra a fórmula abaixo:

$$RCM = (PermC_{t-1} - PLC_{t-1}) \times \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \right) + (DepC_t - DepL_t) + (V Im ob C_t - V Im ob L_t)$$

- Lucro líquido: é o resultado do exercício, depois de descontada a provisão para o imposto de renda e contribuição social, sem considerar o valor correspondente à despesa com pagamento de juros sobre o capital próprio (JSCP) - 81955002. Pode ser obtido através da soma das seguintes contas do Cosif: 70000009 – contas de resultados credoras, e 80000006 contas de resultados devedores. Uma das formas de cálculo do lucro líquido ajustado anual ocorre através do reconhecimento do resultado da correção monetária, somando os resultados ajustados para a moeda de fim.

Conceitualmente, a melhor forma para entendimento do cálculo do lucro ajustado é através da variação entre patrimônio líquido final e inicial corrigidos, conforme demonstra a fórmula abaixo:

$$LLC_{t2} = PLC_{t2} - PL_{t0} \times \frac{P_{t2}}{P_{t0}} - \sum_{k=1}^2 \left(VPL_{tk} \times \frac{P_{t2}}{P_{tk}} \right)$$

em que:

LLC = lucro líquido corrigido para moeda de t12;

VPL = variação no patrimônio líquido, exceto a do próprio resultado;

t0 = momento inicial do período;

t12 = momento final do período e

tk = cada mês do período.

- Correção do resultado semestral: deve-se proceder à correção do lucro do primeiro semestre. À medida que o resultado do primeiro semestre for incorporado ao patrimônio líquido, concomitantemente a correção do patrimônio líquido ao longo do segundo semestre, automaticamente tem-se

o estorno da correção efetuada nos resultados do lucro do próprio período, evitando-se, assim, a duplicidade na correção das receitas e despesas.

4.1.3 Cálculo do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)

Neste trabalho, como já mencionado, as empresas privadas não-financeiras foram selecionadas a partir da publicação “Melhores e Maiores” da Revista Exame. Essa publicação calcula o ROE sobre o PL final. Além disso, considera como PL os dividendos distribuídos no exercício e os juros sobre o capital próprio. Por essa razão, seguiu-se esse critério para cálculo da rentabilidade sobre o PL dos Bancos quando da comparação com as empresas não-financeiras.

Na comparação dos maiores Bancos brasileiros com os maiores Bancos dos Estados Unidos da América (EUA), Reino Unido, Espanha e Holanda (no item 5.4 será explicado o porquê da seleção desses países), tomou-se como base a publicação inglesa *The Banker*, o critério de cálculo da rentabilidade sobre o PL é feito utilizando-se o PL médio $[(\text{PL inicial} + \text{PL final})/2]$, uma vez que esse é o critério utilizado pela referida publicação. Além disso, considera-se o lucro líquido antes do imposto de renda.

Quando se analisa o *spread* econômico do setor bancário, utilizou-se o PL médio para cálculo do ROE, porque é a maneira mais usual do cálculo do ROE e porque foi o critério utilizado no trabalho de Assaf Neto, citado no item 4.2. Assim, é possível comparar os dois trabalhos.

4.1.4 Indexadores

Com a instituição da correção monetária no Brasil em 1964, o Índice de Preços por Atacado (IPA) foi escolhido pelo governo como índice oficial para a correção monetária, sendo as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) reajustadas por este índice.

A correção das demonstrações contábeis se iniciou, oficialmente, também em 1964 por meio da lei 4.506, que tornou obrigatória a correção do ativo permanente, permitindo os ajustes de depreciação, e das ações do capital. Posteriormente, a Lei 6404/76 determinou a correção monetária do Ativo Permanente e do Patrimônio Líquido, com a diferença entre um grupo e outro sendo registrada em uma conta da Demonstração de Resultado. Por fim, A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em 1987, tornou obrigatória a Correção Monetária Integral

(CMI), essa nova técnica corrigia todos os itens das demonstrações contábeis, eliminando a conta residual da correção monetária de balanço. As correções das demonstrações contábeis eram feitas tendo como índice, no geral, as ORTN's.

O governo brasileiro, a partir de 1973, começou a expurgar as ORTN's a fim de se combater o efeito que o próprio índice causava na expectativa de inflação futura. O agravamento da manipulação das ORTN's levou a baixa confiabilidade das informações apuradas pela CMI. Assim, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) criou o conceito de Unidade Monetária Contábil (UMC), que tinha como referência a UFIR, para servir de índice para a correção dos balanços.

A Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, vedou a utilização de qualquer sistema de correção monetária, inclusive para fins societário. Não obstante a CVM permitir a publicação opcional e complementar de balanços em moeda de poder aquisitivo constante, a maioria das empresas não o faz. Com o fim da institucionalização da correção monetária das demonstrações financeiras, deixou-se também de se ter um índice padrão para essa finalidade, como era a UMC. O problema é que os principais índices de preços da economia brasileira têm apresentados diferenças expressivas no período pós-Plano Real, conforme pode ser observado na tabela 25.

Tabela 25 - Índices Gerais de Preços

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Acumulado
IGP-DI	9,3%	7,5%	1,7%	20,0%	9,8%	10,4%	26,4%	7,7%	12,1%	165,3%
IGP-M	9,2%	7,7%	1,8%	20,1%	10,0%	10,4%	25,3%	8,7%	12,4%	167,2%
INPC	9,1%	4,3%	2,5%	8,4%	5,3%	9,4%	14,7%	10,4%	6,1%	95,9%
IPCA	9,6%	5,2%	1,7%	8,9%	6,0%	7,7%	12,5%	9,3%	7,6%	92,8%

Fonte: <http://www.ipeadata.gov.br>

Conforme pode ser constatado pela tabela acima, os índices se dividem em dois grupos, os do IGP's, que apresentaram variação maior no período, e dos IPC's. A seguir, apresentam-se, resumidamente, as principais características desses índices²⁴.

IGP-DI (Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna): esse índice é calculado pela Fundação Getúlio Vargas. A metodologia de cálculo do IGP-DI é definida pela média ponderada do IPA (Índice de Preços por Atacado), com peso 6,0, ICV (Índice de Custo de

²⁴ Para uma análise evolutiva e descrição detalhada dos índices apresentados nesse trabalho ver Souza (2004)

Vida), com peso 3,0, e INCC (Índice Nacional de Construção Civil), com peso 1,0. O índice é calculado considerando a variação de preços entre o primeiro e o último dia do mês. A escolha e ponderação dos três índices que compõem o IGP-DI se assentam no objetivo de medir a variação geral de preços, considerando nas operações de comercialização no atacado, varejo e na construção civil.

IGP-M (Índice Geral de Preços no Mercado): índice também calculado pela Fundação Getúlio Vargas, é similar ao IGP-DI, a única diferença é o período que abrange, coleta entre o dia 21 do mês anterior e o dia 20 do mês em questão.

INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor): o INPC é de responsabilidade do IBGE e é calculado considerando a evolução dos preços de bens e serviços destinados ao consumo, não considera bens intermediários e de capital. O Cálculo considera a variação do primeiro ao último dia do mês e baseia-se em uma cesta de consumo de famílias com renda de 1 a 8 salários mínimos.

IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo): o IPCA também é calculado pelo IBGE, é similar ao INPC, considera, porém, o consumo de famílias com renda de 1 a 40 salários mínimos.

Segundo Assaf Neto (2003b, p. 59):

O IGP é um dos mais requisitados indicadores da taxa de inflação do país, exercendo influência sobre os níveis gerais de reajustes de preços da economia e variação cambial. Em razão da variedade de itens (bens e serviços) que fazem parte de seu cálculo, o uso desse índice é mais adequado para empresas potencialmente diversificadas, ou seja, que atuem em diferentes segmentos de mercado, ou que trabalhem com grande variedade de produtos (lojas de departamentos, por exemplo) ou de insumo.

De fato, Os IGP's (DI ou M) têm sido muito utilizados para correção das demonstrações contábeis, como é o caso dos trabalhos de Assaf Neto (2003a), Gabriel (2004) e a publicação "Melhores e Maiores". Além disso, o IGP-M foi escolhido para a correção da maioria dos contratos e para a correção de concessionárias de serviços públicos.

Para Souza (2004, p. 153) existe consenso mundial de que o indicador geral de inflação é o índice de Preços ao Consumidor. Por isso, o indexador correto para salários, aluguéis ,

aposentadorias e outras operações gerais que visam simplesmente a recomposição de poder de compra ou a compensação por variações inflacionárias domésticas é o Índice de Preços ao Consumidor. Souza (2004) salienta, porém, que para certas empresas, cujos custos variam de forma muito diferenciada das tendências inflacionárias do país, devem ser usados índices que reflitam melhor as estruturas de custos das empresas. Embora isso seja possível para algumas atividades, como é o caso da construção civil, que tem um índice específico, ou mesmo obras públicas, para a maioria das empresas isso não acontece.

Ainda segundo Souza (2004, p. 163-164), o cálculo e os usos do Índice de Preços por Atacado (que tem o maior peso na composição dos IGP's) sempre apresentaram dificuldades, quais sejam:

- dificuldade de definir em que etapa de produção e comercialização devem ser coletados os preços;
- excesso de sensibilidade a variações da taxa de câmbio, preços internacionais e outros fatores, muitas vezes fora da tendência inflacionária do país, e conseqüentemente variações excessivas bruscas, para cima e para baixo.
- Finalmente, por apresentar, na maioria dos períodos, tendência de alta mais acentuada que outros índices de inflação.

Assim, pela falta de consenso sobre qual índice deve ser utilizado para correção das demonstrações contábeis, optou-se fazer a correção das demonstrações contábeis dos bancos tanto pelo IGP-M quanto pelo IPCA quando da apuração do *spread* econômico. Na comparação do setor bancário com os setores não-financeiros, manteve-se a utilização do IGP-M para se ficar consistente com o critério utilizado pela publicação “Melhores e Maiores”.

4.1.5 Critérios de Comparação

Para atingir os objetivos deste trabalho e testar as hipóteses de pesquisa, diversas comparações são feitas. No caso da hipótese geral e das hipóteses secundárias 1 e 2, quais sejam:

HG: A rentabilidade do setor bancário privado atuante no Brasil foi maior do que a rentabilidade dos setores não-financeiros privados no período de 1997 a 2004.

HS₁: A rentabilidade do setor bancário privado atuante no Brasil foi maior do que a dos dez maiores setores não-financeiros, quando tomados individualmente.

HS₂: A rentabilidade média dos cinco maiores Bancos Privados foi maior do que a rentabilidade média das cinco maiores empresas não-financeiras.

HS₃: A rentabilidade dos Bancos Privados Nacionais foi maior do que a rentabilidade dos Bancos Estrangeiros que atuam no país.

Parte-se do todo e depois são feitas comparações mais detalhadas para verificar se o que vale para o todo, vale para as partes que o compõem. Assim, as seguintes comparações são feitas:

Quadro 2 - Tipos de Comparações

1 – Setor Bancário Privado	<i>versus</i>	Setor não-financeiro
2 – Setor Bancário Privado	<i>versus</i>	Dez maiores setores não-financeiros
3 – Cinco Maiores Bancos Privados	<i>versus</i>	Cinco maiores empresas privadas
4 – Bancos Privados Nacionais	<i>versus</i>	Bancos Estrangeiros

Para a seleção dos dez maiores setores não-financeiros, utilizou-se o critério de vendas, partiu-se dos dez maiores de 2003 e depois retroagiu-se até o ano de 1997 e avançou-se para o ano de 2004. Esses setores responderam, no período analisado, sempre por percentuais acima de 75% do total da amostra para cada ano. Os setores selecionados e o número de empresas que os compõem estão discriminados na tabela 25 abaixo:

Tabela 26 - Setores Selecionados e N° de Empresas que os compõem

Código	Descrição do Setor	N° de Empresas							
		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
1	Alimentos, Bebidas e Fumo	68	57	53	50	46	41	43	34
2	Telecomunicações	1	19	30	22	20	20	21	20
3	Química e Petroquímica	41	37	42	41	38	34	39	43
4	Serviços Públicos	14	21	29	27	33	28	30	32
5	Siderurgia e Metalurgia	31	30	27	29	32	29	33	36
6	Atacado e Comércio Exterior	33	36	31	25	32	34	36	29
7	Comércio Varejista	37	31	33	34	30	25	26	22
8	Automotivo	19	21	19	12	13	9	8	7
9	Papel e Celulose	14	11	15	15	12	12	13	10
10	Mineração	10	9	9	10	9	8	7	6

Fonte: Exame - Melhores e Maiores

Ceretta *et al.* (2000) analisaram a rentabilidade e a eficiência do setor bancário brasileiro e uma das conclusões a que chegaram é que os Bancos de maior porte têm desempenho melhor do que os de menor porte. Saunders (2000, p. 27), em análise dos Bancos dos EUA no período de 1990 a 1994, constatou que os Bancos maiores tinham, no geral, apresentado ROE maiores do que os Bancos menores. Aceitando-se que essa premissa vale, também, para as empresas não-financeiras, a comparação entre as maiores instituições de cada amostra procura retratar se há diferenças nessa sub-amostra em relação a amostras maiores.

Para a seleção das cinco maiores empresas não-financeiras por vendas, partiu-se das 20 maiores empresas de 2003 e depois se retroagiu até 1998 e avançou-se até 2004, selecionando-se as empresas que apresentavam dados em todos os anos. Não se considerou o ano de 1997 porque duas das empresas selecionadas eram estatais. As empresas selecionadas responderam, no período analisado, por percentuais acima de 8% do total da amostra para cada ano e estão listadas no quadro 3 abaixo:

Quadro 3 - Empresas Selecionadas	
Empresa	Setor
Telefônica	Telecomunicações
Ipiranga	Atacado e Comércio Exterior
Grupo Pão de Açúcar	Comércio Varejista
Vale do Rio Doce	Mineração
Embratel	Telecomunicações

Os cinco maiores Bancos Privados foram selecionados pelo critério de ativo total – intermediação. Partiu-se dos dez maiores Bancos de 2003 e depois se retroagiu até 1998 e avançou-se até 2004, selecionando-se os Bancos que apresentavam dados em todos os anos. No período analisado, esses cinco Bancos responderam (ativo total – intermediação) por percentuais sempre maiores que 26% do total do SFN, menos BNDES.

Todas as comparações são feitas considerando-se o ROE legal e o ajustado.

No caso da hipótese secundária 4:

HS₄: A rentabilidade média dos cinco maiores Bancos Privados brasileiros foi maior do que a rentabilidade média dos cinco maiores Bancos dos países desenvolvidos selecionados.

Comparou-se o ROE médio dos cinco maiores Bancos Privados brasileiros, por ativo, com o ROE médio dos cinco maiores Bancos dos EUA, Reino Unido, Espanha e Holanda. Optou-se pela comparação com países desenvolvidos porque são referências de economias estáveis. Esses países foram selecionados porque têm Bancos que têm atuação relevante no mercado financeiro brasileiro

As taxas de inflação, medidas por índice de preço ao consumidor, foram bem maiores no Brasil do que nos países selecionados no período da análise, 1997 a 2003, conforme pode ser constatado pela tabela 26. Por essa razão, para os Bancos Privados brasileiros, são considerados ROE médio legal e o ajustado. Nesse caso, corrigiram-se as demonstrações contábeis dos Bancos brasileiros pelo IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo).

Tabela 27 - Taxas de Inflação* em %

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Inflação no Período
Brasil	5,2	1,7	8,9	6,0	7,7	12,5	9,3	63,6
EUA	2,3	1,6	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3	17,4
Reino Unido	3,2	3,4	1,6	2,9	1,8	1,6	2,9	18,7
Espanha	2,0	1,8	2,3	3,4	3,6	3,1	3,0	20,8
Holanda	2,4	2,0	2,2	2,5	4,5	3,5	2,1	20,8

Obs.: (*) Medidas pelo índice de preço ao Consumidor
 Fontes: Para Brasil IBGE, outros países FMI Estatísticas
 Financeiras Internacionais e The Banker

No caso da hipótese secundária 5:

HS₅: A rentabilidade do setor bancário privado atuante no Brasil foi maior do que o custo do capital próprio e, dessa forma, contribuído para criar valor para os acionistas

Comparou-se o ROE médio do Setor Bancário com o seu respectivo custo de capital próprio (Ke) para avaliar se tem conseguido gerar *spread* econômico positivo. Como descrito no capítulo 4, utilizou-se o CAPM adaptado ao risco Brasil ajustado. Considerou-se o ROE legal dos Bancos e o custo do capital próprio utilizado foi o real, ou seja, descontada a inflação.

Considerou-se o custo de capital próprio do Setor Bancário como uma estimativa do custo de capital para cada Banco da amostra. Assim, foi analisado quantos Bancos têm conseguido gerar *spread* econômico positivo.

4.1.6 Medidas Utilizadas

A média aritmética é uma medida de posição central e consiste na soma das observações dividida pelo número delas. No entanto, a média esconde a informação sobre a variabilidade do conjunto de valores. O desvio padrão cumpre essa função, ou seja, é uma medida de variabilidade expressa na mesma unidade dos valores do conjunto de dados (BUSSAB e MORETTIN, 1981 p. 31).

A média é extremamente afetada por valores extremos. Muitas vezes, esses valores extremos podem ser não representativos da população e acabam distorcendo a média. Uma das soluções para esse problema é considerar a exclusão de *outliers*, ou seja, valores que estão muito além dos outros valores da amostra.

Segundo Hair *et al.* (1995 p. 58 e 59), em amostras menores ou iguais a 80 elementos, considera-se como *outliers* valores superiores a 2,5 desvios padrões; em amostras maiores que 80 elementos, considera-se como *outliers* valores maiores que 3 ou 4 desvios padrões. Dessa forma, foram excluídos os *outliers* considerando 2,5 desvios padrões para amostras menores que 80 elementos e 3 desvios padrões para amostras maiores que 80 elementos. As novas amostras passaram a ser:

Tabela 28 - Total de Bancos e Empresas - Sem Outliers

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Bancos Privados Nacionais	18	18	17	18	18	19	22	21
Bancos Estrangeiros	21	22	21	21	21	22	17	16
Total Bancos	39	40	38	39	39	41	39	37
Empresas Privadas Nacionais	263	250	231	222	223	202	219	210
Empresas Privadas Estrangeiras	123	142	153	136	136	118	115	109
Total Empresas	386	392	384	358	359	320	334	319

Tabela 29 – Nº de Empresas por Setores Selecionados - sem Outliers

Código	Descrição do Setor	Nº de Empresas							
		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
1	Alimentos, Bebidas e Fumo	67	56	50	48	45	40	41	34
2	Telecomunicações	1	19	28	21	19	19	21	20
3	Química e Petroquímica	40	35	40	40	36	33	38	42
4	Serviços Públicos	14	20	28	26	31	27	29	32
5	Siderurgia e Metalurgia	29	29	27	28	31	29	31	36
6	Atacado e Comércio Exterior	31	35	30	24	31	33	34	28
7	Comércio Varejista	36	29	31	33	29	24	25	21
8	Automotivo	18	20	18	12	13	9	7	7
9	Papel e Celulose	14	11	15	15	12	12	12	10
10	Mineração	10	9	9	10	9	8	7	6

Fonte: Exame – Melhores e Maiores

Assim, as medidas utilizadas para as comparações são a média e o desvio padrão dos ROE's.

4.2 Apresentação e Análise dos Resultados

4.2.1 Setor Bancário *versus* Setores Não-Financeiros

Após o delineamento da amostra e cálculo das estatísticas, têm-se as seguintes tabelas listadas abaixo para o ROE legal e o ROE ajustado.

4.2.1.1 ROE Legal

Tabela 30 - Setor Bancário *versus* Setores Não-Financeiros
– ROE Legal em %

	Setor Bancário		Setores Não-Financeiro	
	ROE Médio	Desvio Padrão	ROE Médio	Desvio Padrão
1997	8,3	15,1	5,2	22,9
1998	13,7	10,1	5,2	24,5
1999	22,4	15,3	-0,8	29,7
2000	13,3	11,2	7,0	36,0
2001	16,4	7,2	-3,5	75,4
2002	20,1	10,4	-11,1	84,0
2003	13,6	13,3	12,9	32,7
2004	10,9	14,0	17,9	25,4
Média do Período	14,8		4,1	
Desvio Padrão do Período	4,6		9,2	

Tabela 31 – Dez Maiores Setores Não-Financeiros – ROE Legal em %

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Média do Período	Desvio Padrão do Período
Alimentos, Bebidas e Fumo	3,9	5,9	-2,1	2,7	3,8	-0,2	11,7	13,6	4,9	5,4
Telecomunicações	6,3	3,2	-17,1	9,3	-8,7	-8,5	1,6	3,6	-1,3	9,1
Química e Petroquímica	3,3	6,8	2,6	9,9	6,8	-48,7	23,8	26,4	3,9	23,1
Serviços Públicos	7,6	7,7	-3,0	4,1	1,5	-7,4	12,0	12,0	4,3	7,0
Siderurgia e Metalurgia	5,1	1,4	-2,6	13,6	12,2	6,2	22,2	30,9	11,1	11,1
Atacado e Comércio Exterior	12,2	18,5	8,9	7,1	13,1	17,0	22,0	18,3	14,6	5,2
Comércio Varejista	8,6	10,6	7,6	8,2	2,5	7,1	12,5	13,3	8,8	3,4
Automotivo	-1,2	-0,7	-8,1	12,6	7,1	-71,8	4,3	6,0	-6,5	27,1
Papel e Celulose	-2,3	-3,8	-0,7	11,7	6,4	-7,0	25,1	20,1	6,2	11,8
Mineração	5,8	9,3	10,5	10,9	8,6	17,3	28,8	31,4	15,3	9,7

Tabela 32 - 5 Maiores Bancos versus 5 Maiores Empresas – ROE Legal em %

	Bancos		Empresas	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
1998	12,7	9,9	11,3	6,9
1999	15,1	7,8	6,5	4,3
2000	16,2	6,9	10,6	4,8
2001	18,2	7,4	6,0	12,0
2002	17,0	2,3	1,7	11,5
2003	13,4	5,5	12,3	8,8
2004	17,2	7,8	15,1	13,5
Média do Período	15,7		9,1	
Desvio Padrão do Período	2,0		4,6	

Analisando-se a tabela 29, constata-se que o setor bancário apresentou ROE's médios maiores em sete dos oito anos comparados, somente no ano de 2004 o ROE médio dos setores não-financeiros foi maior. Em 2003, os ROE's foram próximos, 13,6% para o setor bancário e 12,9% para os setores não-financeiros. A volatilidade dos ROE's do setor bancário, representada pelo desvio padrão, foi menor em todos os anos.

Em 1999 e 2002, o setor bancário apresentou os ROE's médios mais elevados do período, 22,4% e 20,1%, respectivamente. Os setores não-financeiros, por outro lado, apresentaram ROE's médios negativos nesses anos de -0,8% e -11,1%, respectivamente. Esses dois anos foram marcados por instabilidade econômica, com baixo crescimento do PIB, 0,8% em 1999

e 1,9% em 2002, inflação alta (medida pelo IPCA) para o período de 8,9% e 12,5%, respectivamente, e alta desvalorização do Real, -32,4% e -34,3%. O setor bancário, portanto, conseguiu tirar vantagens dessa instabilidade econômica e melhorar a sua *performance*, ao contrário dos setores não-financeiros em geral.

Analisando o período como um todo, 1997 a 2004, o ROE médio para o setor bancário, de 14,8%, foi 10,7 pontos percentuais maior do que o ROE médio dos setores não financeiros, de 4,1%. Além disso, o setor bancário apresentou uma volatilidade em seus ROE's médios bem menor, 4,6% contra 9,2% dos setores não-financeiros, o que evidencia uma maior estabilidade nos retornos do setor bancário.

Considerando os dez maiores setores não-financeiros e analisando o ROE para cada um desses setores, constata-se que sete deles apresentaram ROE médio do período significativamente menor que o ROE médio do setor bancário. Dois desses setores, Telecomunicações e Automotivo, inclusive, apresentaram média negativa no período.

Os setores de Siderurgia e Metalurgia e Atacado e Comércio Exterior, por sua vez, apresentaram ROE's médios para o período de 11,1% e 14,6%, respectivamente, percentuais próximos ao do setor bancário. Ressalte-se que os ROE's para esses dois setores foram altos em 2003 e 2004, principalmente para o setor de Siderurgia e Metalurgia que apresentou ROE's médio de 22,2% e 30,9%, respectivamente.

Já o setor de Mineração apresentou ROE médio para o período de 15,3%, maior, portanto, que o ROE médio do setor bancário. Ressalte-se, também, que os melhores desempenhos também aconteceram nos anos de 2003 e 2004: 28,8% e 31,4%, respectivamente. Tanto esse setor quanto o de Siderurgia e Metalurgia foram influenciados, positivamente, pelo aumento de seus produtos no mercado internacional.

Saliente-se, ainda, que a maioria dos setores apresentou bom desempenho nos anos de 2003 e 2004, com cinco deles superando o percentual de 20% em 2003, percentual bem superior ao ROE médio do setor bancário. São eles, na ordem, Atacado e Comércio Exterior, 22,0%; Siderurgia e Metalurgia, 22,2%; Química e Petroquímica, 23,8%; Papel e Celulose, 25,1% e Mineração, 28,8%. Em 2004, com exceção do setor de Atacado e Comércio Exterior, eles

continuaram a apresentar percentuais acima de 20%, pela ordem, Papel e Celulose, 20,1%; Química e Petroquímica, 26,4%; Siderurgia e Metalurgia, 30,9% e Mineração, 31,4%.

Analisando-se somente os cinco maiores Bancos e as cinco maiores empresas no período, constata-se que o ROE médio dos Bancos foi maior em todos os anos da comparação. A volatilidade variou um pouco, nos três primeiros anos do período analisado, ela foi maior nos Bancos; nos três últimos, ela foi menor.

Considerando o período como um todo, o ROE médio dos cinco maiores Bancos é maior em 6,6 pontos percentuais que o ROE médio das cinco maiores empresas e apresenta uma volatilidade menor.

Ressalte-se, contudo, que das cinco empresas não-financeiras selecionadas, duas eram do setor de telecomunicações. Esse setor apresentou um ROE médio de -1,3% no período de 1997 a 2004. As duas empresas selecionadas, Telefônica e Embratel, apresentaram ROE médio de 8,6% e 0,8% de 1998 a 2004. Portanto, os resultados da Embratel influenciaram a média das empresas não-financeiras para baixo.

4.2.1.2 ROE Ajustado

Tabela 33 - Setor Bancário *versus* Setores Não-Financeiros – ROE Ajustado em %

	Bancário		Não-Financeiro	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
1997	6,0	13,5	5,6	15,6
1998	12,6	10,1	5,0	19,2
1999	18,2	13,2	-2,1	23,6
2000	7,5	10,7	5,4	28,6
2001	9,2	7,9	0,1	41,3
2002	5,4	10,4	-3,9	47,9
2003	5,2	13,0	11,6	27,0
2004	-0,4	15,1	16,1	20,7
Média do Período	7,4		4,7	
Desvio Padrão do Período	5,3		6,8	

Tabela 34 - Dez Maiores Setores Não-Financeiros – ROE Ajustado em %

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Média do Período	Desvio Padrão do Período
Alimentos, Bebidas e Fumo	4,2	4,9	-5,3	1,3	3,1	-1,6	11,2	11,6	3,7	5,8
Telecomunicações	8,7	2,9	-4,1	9,3	-0,6	2,7	1,8	4,1	3,1	4,4
Química e Petroquímica	3,6	6,4	1,7	9,6	6,1	-33,2	20,4	23,2	4,7	17,2
Serviços Públicos	8,2	5,9	-0,1	5,6	5,1	4,3	16,4	17,0	7,8	6,0
Siderurgia e Metalurgia	4,7	0,7	-2,7	11,2	10,4	10,8	17,9	26,3	9,9	9,3
Atacado e Comércio Exterior	9,7	15,5	3,7	3,0	9,3	9,7	16,5	13,0	10,1	4,9
Comércio Varejista	8,8	9,8	3,3	6,3	1,7	2,6	9,5	9,5	6,4	3,4
Automotivo	0,2	0,8	-8,5	7,7	6,3	-33,4	0,3	1,8	-3,1	13,2
Papel e Celulose	-0,6	-3,1	-0,1	11,0	5,8	-0,3	22,4	18,2	6,7	9,6
Mineração	5,3	9,7	8,6	11,1	6,4	15,1	25,1	26,1	13,4	8,1

Tabela 35 - 5 Maiores Bancos versus 5 Maiores Empresas – ROE Ajustado em %

	Bancos		Empresas	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
1998	10,9	9,0	9,1	6,5
1999	18,0	5,5	4,1	1,7
2000	11,3	6,1	7,2	3,4
2001	10,5	10,0	3,0	8,6
2002	8,1	6,6	-1,3	10,2
2003	2,1	4,4	9,3	4,0
2004	5,8	7,3	10,7	8,0
Média do Período	9,4		6,0	
Desvio Padrão do Período	4,8		4,3	

Quando se considera o ROE ajustado, constata-se que a correção monetária das demonstrações contábeis afetou os ROE's médios do setor bancário, diminuindo-os significativamente em todos os anos: a média no período, que estava em 14,8% pelo ROE legal, caiu para 7,4%, uma diminuição, portanto, de 7,4 pontos percentuais. Nos setores não-financeiros, o impacto da correção monetário das demonstrações contábeis foi menos uniforme: nos anos de 1997, 2001 e 2002, houve aumento dos ROE's médios; nos outros anos, houve diminuição. O resultado final foi um leve aumento do ROE médio do período, de 4,1% para 4,7%. Portanto, evidencia-se que o impacto da correção monetária foi mais significativo no setor bancário, diminuindo o seu ROE sensivelmente, do que nos setores não-financeiros.

Não obstante, o setor bancário apresentou ROE's maiores em seis dos oito anos comparados. Nos anos de 2003 e 2004, os ROE's médios dos setores não-financeiros foram maiores. Porém, a volatilidade dos ROE's do setor bancário, representado pelo desvio padrão, continuou a ser menor em todos os anos.

O melhor resultado do setor bancário continuou sendo o ano de 1999. Já no ano de 2002, seu ROE médio caiu consideravelmente, de 20,1% para 5,4%, provavelmente influenciado pela alta variação do IGP-M nesse ano: 25,3%. Os setores não-financeiros da economia continuaram a ter seus piores desempenho nos anos de 1999 e 2002, agora com os ROE's médio de -2,1% e -3,9%, respectivamente.

Quando se analisa o período como um todo, 1997 a 2004, constata-se que o ROE médio ajustado para o setor bancário de 7,4% foi 2,7 pontos percentuais maior do que o ROE médio ajustado dos setores não-financeiros de 4,78%. A dispersão dos ROE's médios do setor bancário continuou sendo menor, 5,3% contra 6,8% dos setores não-financeiros, o que evidencia maior estabilidade nos retornos do setor bancário.

Considerando os dez maiores setores não-financeiros e analisando o ROE's médios para cada um desses setores, nota-se que o efeito da correção monetária dos balanços impactou de maneira diferente nos setores: em cinco casos houve diminuição do ROE médio do período e nos outros cinco casos houve aumento. Mesmo nos casos em que houve diminuição nos ROE's, ela se deu de maneira menos acentuada do que no setor bancário. A consequência disso é que quatro setores apresentaram ROE médio no período maior do que o setor bancário em comparação a somente um setor quando se considerou o ROE médio legal. Os setores são, na ordem: Mineração, 13,4%; Atacado e Comércio Exterior, 10,1%; Siderurgia e Metalurgia, 9,9% e Serviços Públicos, 7,8%. Ressalte-se, porém, que a volatilidade desses setores foi maior do que a do setor bancário.

O desempenho, em 2003 e 2004, continuou sendo muito bom comparativamente aos anos anteriores. Mesmo com o impacto da correção monetária que diminuiu os ROE's dos setores de Mineração e Química e Petroquímica nesses anos, eles apresentaram ROE's maiores do que 20%.

Analisando-se somente os cinco maiores Bancos e as cinco maiores empresas no período, constata-se que, de maneira geral, a correção monetária dos balanços diminuiu os ROE's médios tanto dos Bancos quanto das empresas, excetuando-se o ano de 1999 no qual o ROE médio corrigido dos Bancos foi maior do que o ROE médio legal. O ROE médio dos Bancos foi menor que o ROE médio das empresas nos anos de 2003 e 2004, repetindo-se o que aconteceu na comparação mais geral. No entanto, a volatilidade dos Bancos foi maior em cinco dos sete anos analisados.

Considerando o período como um todo, o ROE médio dos Bancos foi maior do que o ROE das empresas em 3,4 pontos percentuais, mas apresenta uma volatilidade um pouco maior, 4,8% contra 4,3%.

Vale, aqui, a mesma observação feita com relação à composição das maiores empresas, O resultado da Embratel, cujo ROE médio no período foi de -0,4%, influenciou o ROE's médios das empresas não-financeiras.

Assim, diante dos resultados apresentados nas diversas comparações entre o setor bancário e os setores não-financeiros, aceita-se a hipótese geral de pesquisa, ou seja,

A rentabilidade do setor bancário privado atuante no Brasil foi maior do que a rentabilidade dos setores não-financeiros privados no período de 1997 a 2004.

Quanto à hipótese secundária 1, ela é rejeitada, ou seja,

A rentabilidade do setor bancário privado atuante no Brasil não foi maior do que a dos dez maiores setores não-financeiros, quando tomados individualmente.

Há setores que apresentaram desempenho melhor do que o setor bancário. Foi o que aconteceu no caso do setor de Mineração quando se considera o ROE legal e no caso dos setores de Mineração, Atacado e Comércio Exterior, Siderurgia e Metalurgia e Serviços Públicos quando se considera o ROE ajustado.

Com relação à hipótese secundária 2, ele é aceita, ou seja,

A rentabilidade média dos cinco maiores Bancos Privados foi maior do que a rentabilidade média das cinco maiores empresas não-financeiras.

4.2.2 Controle Nacional *versus* Controle Estrangeiro

Nessa seção, o setor bancário é segmentado por tipo de controle em privado nacional ou estrangeiro para se analisar se isso influencia o desempenho.

4.2.2.1 ROE Legal – Controle Nacional *versus* Controle Estrangeiro

**Tabela 36 - Controle Privado
Nacional / Estrangeiro - ROE
Legal - %**

	Setor Bancário Privado	
	Nacional	Estrangeiro
1997	12,4	4,8
1998	13,9	13,7
1999	20,8	23,7
2000	16,2	10,9
2001	15,9	16,8
2002	15,1	24,4
2003	18,0	7,7
2004	16,5	1,2
Média do Período	16,1	12,9
Desvio Padrão do Período	2,6	8,4

Na comparação do setor bancário privado nacional com o setor bancário estrangeiro, constatou-se que o primeiro apresentou melhor desempenho, com ROE médio no período de 16,1% contra 12,9% do setor bancário estrangeiro, e menor volatilidade, com desvio padrão no período de 2,6% contra 8,4%.

O setor bancário estrangeiro obteve seus melhores desempenhos em 1999 e 2002, anos em que houve expressiva desvalorização do real em relação ao dólar dos EUA, respectivamente, de 32% e 34%. Por outro lado, em 2003 e 2004, anos de valorização do real, respectivamente, de 22% e 9%, os Bancos Estrangeiros apresentaram ROE's médios baixos, com destaque para

o ano de 2004, em que o ROE médio de 1,2% foi o mais baixo do período sob análise. O setor bancário nacional, por sua vez, parece não estar vulnerável às oscilações do real em relação ao dólar dos EUA. Em 2002 e 2003, anos em que o real apresentou comportamentos opostos em relação ao dólar, os ROE's médios do setor bancário nacional não se alteraram muito. O ano de 1999, ano em que o setor bancário nacional apresentou seu melhor desempenho, parece ser uma exceção. Trata-se de um momento atípico, de alta volatilidade da economia e de mudança do regime de câmbio controlado para flutuante. Os Bancos Privados Nacionais, pelo menos a maioria, posicionaram-se na ponta adequada, ou seja, apostaram na desvalorização do real.

Evidencia-se, portanto, que os Bancos Estrangeiros estruturam as suas aplicações e seus instrumentos financeiros de modo a não ficarem vulneráveis à desvalorização do real. Desse modo, quando o real se desvaloriza em relação ao dólar norte-americano, essas instituições apresentaram ganhos, quando o real se valoriza, apresentaram perdas. Já os Bancos Privados Nacionais não seguem essa política, não obstante conseguiram obter ganhos significativos em 1999, ano que apresentou situação de estresse no mercado de câmbio.

4.2.2.2 ROE Ajustado – Controle Nacional *versus* Controle Estrangeiro

**Tabela 37 - Controle Privado
Nacional / Estrangeiro - ROE
Ajustado em %**

	Setor Bancário	
	Privado Nacional	Estrangeiro
1997	10,6	1,8
1998	11,9	11,3
1999	17,6	17,5
2000	9,0	4,7
2001	8,0	9,0
2002	1,4	8,4
2003	8,6	-0,7
2004	6,0	-11,2
Média do Período	9,1	5,1
Desvio Padrão do Período	4,7	8,7

Quanto se ajusta o ROE aos efeitos da inflação, há, no geral, diminuição dos ROE's médios apresentados. Assim, repete-se a tendência apresentada para o ROE legal. Ressalte-se que o

ROE médio ajustado dos Bancos Estrangeiros foi de -11,2% em 2004, o que influenciou o ROE médio do setor bancário como um todo, que foi de -0,4% em 2004.

A análise dos resultados, leva-nos à aceitação da hipótese secundária 3, ou seja:

A rentabilidade dos Bancos Privados Nacionais é maior do que a rentabilidade dos Bancos Estrangeiros que atuam no país.

4.2.3 Maiores Bancos Privados Brasileiros *versus* Maiores Bancos Estrangeiros

Nessa parte, têm-se as seguintes tabelas listadas que mostram o ROE médio (antes do imposto de renda) dos cinco maiores Bancos por ativo dos países selecionados.

Tabela 38 – ROE dos Cinco Maiores Bancos de Países Desenvolvidos Escolhidos - %

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Média	Desvio Padrão
EUA	28,2	25,7	30,9	29,1	23,6	23,4	29,3	27,2	2,9
Reino Unido	29,2	30,3	31,8	33,1	30,7	17,9	23,2	28,0	5,5
Espanha	18,5	20,3	24,3	25,4	21,4	18,9	22,3	21,6	2,6
Holanda	14,8	12,9	17,2	15,6	14,0	13,1	15,4	14,7	1,5

Tabela 39 – ROE Cinco Maiores Bancos Privados Brasileiros – em %

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Média	Desvio Padrão
Brasil – ROE Legal	20,3	22,9	24,8	28,9	31,0	30,9	31,4	27,2	4,5
Brasil – ROE Corrigido	17,1	20,7	24,6	23,9	23,3	20,4	17,3	21,1	3,0

Quando se compara o ROE legal dos cinco maiores Bancos Privados brasileiro com os cinco maiores Bancos dos países selecionados, verifica-se que o ROE médio dos Bancos brasileiros é menor que o ROE médio dos cinco maiores Bancos do Reino Unido, igual ao dos EUA e maior do que o da Espanha e Holanda.

Conforme comentado no item 4.1.4, a diferença de inflação, medida pelo índice de preços ao consumidor, entre o Brasil e os demais países da amostra é significativa. Por esta razão, o ROE médio dos maiores Bancos Privados brasileiros foi ajustado pela variação do IPCA. O efeito foi que o ROE médio do período cai 6,1 pontos percentuais. Assim, o ROE médio dos maiores Bancos Privados brasileiros passou a ser menor do que o ROE médio dos maiores

Bancos dos EUA e Reino Unido e praticamente igual ao ROE médio dos maiores Bancos da Espanha, mas continua maior que o ROE médio dos Bancos da Holanda.

Dessas comparações, pode-se concluir que o ROE médio dos maiores Bancos brasileiros não destoa dos ROE's médios dos países desenvolvidos selecionados. Quando se considera o ROE ajustado, inclusive, o desempenho dos maiores Bancos brasileiros está aquém dos Bancos mais lucrativos da amostra, representado pelos Bancos dos EUA e do Reino Unido.

Diante dos resultados apresentados, rejeita-se a hipótese secundária 4, ou seja,

A rentabilidade média dos cinco maiores Bancos Privados brasileiros não foi maior do que a rentabilidade média dos cinco maiores Bancos dos países desenvolvidos selecionados.

4.2.4 Spread Econômico

Nessa seção, são comparados os ROE's médios do setor bancário com o respectivo custo do capital próprio (Ke) a fim de se apurar se o *spread* econômico, diferença entre o ROE e o Ke, tem sido positivo ou negativo. Para cálculo do ROE, utilizou-se o PL médio, calculado sobre as demonstrações contábeis corrigidas, tanto pelo IGP-M, quanto pelo IPCA. Para estimação do custo do capital próprio do setor bancário foi utilizado o CAPM, tendo como *benchmark* o mercado dos EUA adaptado para o risco soberano do Brasil, conforme descrito no item 2.2.

4.2.4.1 Total do Setor Bancário (Correção pelo IGP-M)

Tabela 40 – Spread Econômico do Setor Bancário - %

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Média
ROE Médio	7,3	13,2	20,3	7,8	9,8	5,8	5,7	-0,1	8,7
Custo do Ke	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
ROE – Ke	-7,8	-1,9	5,2	-7,3	-5,3	-9,3	-9,4	-15,2	-6,4

Tabela 41 - Spread Econômico – Percentual de Bancos com ROE < ou > Ke

[illegible]

Considerando-se o custo do capital próprio estimado para o período de 15,1%, em termos reais, o ROE médio do setor bancário só foi superior ao seu K_e no ano de 1999, nos quais houve *spread* econômico de 5,2%. Portanto, em sete dos oito anos analisados, o setor bancário não conseguiu gerar retornos suficientes para cobrir seu custo do capital próprio. Analisando o período como um todo, 1997 a 2004, o *spread* econômico médio foi negativo em 6,4%. Dessa forma, o setor bancário, no geral, não conseguiu criar valor para o acionista.

Quando se considera o percentual de Bancos que apresentou ROE maior do que seu K_e , verifica-se que somente em 1999 houve uma maioria de Bancos que atingiu esse objetivo, 68% dos Bancos.

Conforme apresentado no item 4.2, Assaf Neto (2003a) analisou o *spread* econômico de dezesseis setores não-financeiros no período de 1996 a 2002. O resultado foi que somente o setor de Petróleo e Gás apresentou *spread* econômico positivo nesse período. Portanto, os outros 15 setores apresentaram *spread* econômico negativo em uma escala que variou de -5,6% a -31,8% (não considerando o setor de Transportes e Serviços cujo *spread* econômico foi de -86,4, mas, segundo o autor, trata-se de um *outlier*).

O período coberto pelo trabalho de Assaf Neto e os critérios utilizados para estimação do custo do capital próprio foram diferentes, conseqüentemente, as taxas utilizadas também o foram. Feitas estas ressalvas, pode-se concluir que o comportamento do setor bancário não se diferenciou muito dos setores não-financeiros. O setor bancário, no geral, também foi incapaz de gerar ROE's suficientes para cobrir seu custo do capital próprio. Desse modo, como a grande maioria dos setores não-financeiros, o setor bancário também, na média, não conseguiu criar valor para o acionista.

Ressalte-se que tanto no período coberto por Assaf Neto (1996 a 2002) quanto no coberto por esta dissertação (1997 a 2004), o risco soberano do Brasil foi elevado, como conseqüência das instabilidades pelas quais o país passou. Assim, esse fator sozinho teve forte influencia na majoração do custo do capital próprio nos dois casos.

4.2.4.2 *Spread* Econômico – Controle Nacional versus Estrangeiro (Correção pelo IGP-M)

Tabela 42 – Spread Econômico – Bancos Privados Nacionais - %

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Média
ROE Médio	12,1	14,6	20,3	10,3	8,6	2,0	9,7	6,4	10,5
Custo do Ke	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
ROE – Ke	-3,0	-0,5	5,2	-4,8	-6,5	-13,1	-5,4	-8,7	-4,6

Tabela 43 – Spread Econômico – Bancos Estrangeiros - %

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Média
ROE Médio	3,2	12,0	20,3	5,7	10,9	9,1	0,6	-8,6	6,6
Custo do Ke	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
ROE – Ke	-11,9	-3,1	5,2	-9,4	-4,2	-6,0	-14,5	-23,7	-8,5

Tabela 44 - Spread Econômico – Percentual Bancos Privados Nacionais com ROE < ou > Ke

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
ROE < Ke	61	56	35	50	72	95	73	90
ROE > Ke	39	44	65	50	28	5	27	10
Total	100	100	100	100	100	100	100	100

Tabela 45 – Spread Econômico – Percentual Bancos Estrangeiros com ROE < ou > Ke

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
ROE < Ke	67	64	29	86	71	68	88	100
ROE > Ke	33	36	71	14	29	32	12	0
Total	100	100	100	100	100	100	100	100

A segregação do setor bancário por Bancos Privados Nacionais e Bancos Estrangeiros corrobora o que já fora evidenciado antes, ou seja, que os Bancos Nacionais tiveram desempenho, na média, melhor do que os Bancos Estrangeiros. Enquanto o *spread* econômico dos Bancos Privados Nacionais foi de -4,6% no período de 1997 a 2004 o dos Bancos Estrangeiros foi de -8,5%.

Além disso, corrobora, também, o fato de que os Bancos Estrangeiros são mais vulneráveis às oscilações do real em relação ao dólar norte-americano dos que os Bancos Privados Nacionais. Em 1999, ano de forte desvalorização do real, 71% dos Bancos Estrangeiros apresentaram ROE superior ao Ke, contra 65% dos Bancos Privados Nacionais. No outro extremo, ou seja, anos em que houve forte valorização do real, um percentual pequeno dos Bancos Estrangeiros apresentou ROE superior ao Ke. Em 2003 este percentual foi de 12% e em 2004 nenhum banco estrangeiro apresentou ROE superior ao Ke. Nos Bancos Privados Nacionais, por sua vez, os percentuais foram de 27% e 10%, respectivamente.

4.2.4.3 Total do Setor Bancário (Correção pelo IPCA)

Tabela 46 - Spread Econômico do Setor Bancário - %

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Médio
ROE Médio	7,8	13,5	22,8	10,8	12,7	12,7	7,3	3,9	11,4
Ke	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
Total	-7,3	-1,6	7,7	-4,3	-2,4	-2,4	-7,8	-11,2	-3,7

Tabela 47 - Spread Econômico - Percentual dos Bancos com ROE < ou > Ke

[illegible]

Como o IPCA apresentou variação menor do que a do IGP-M para o período da correção monetária (1996 a 2004), a utilização do IPCA resultou em ROE's maiores para os Bancos. Assim, o *spread* econômico para o setor bancário no período passou para -3,7, contra -6,3% quando se utilizou o IGP-M, diminuição, portanto, de 2,6 pontos percentuais. Conseqüentemente, o percentual de bancos que apresentou *spread* econômico positivo em cada ano também aumentou.

Tabela 48 - Spread Econômico - Bancos Privados Nacionais - %

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Média
ROE Médio	12,3	15,0	21,5	13,3	11,5	7,2	12,1	10,5	12,9
Custo do Ke	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
ROE – Ke	-2,8	-0,1	6,4	-1,8	-3,6	-7,9	-3,0	-4,6	-2,2

Tabela 49 - Spread Econômico - Bancos Estrangeiros - %

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Média
ROE Médio	4,0	12,3	23,9	8,7	13,6	17,4	1,1	-4,8	9,5
Custo do Ke	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1	15,1
ROE – Ke	-11,1	-2,8	8,8	-6,4	-1,5	2,3	-14,0	-19,9	-5,6

Tabela 50 - Spread Econômico - Percentual Bancos Privados Nacionais com ROE < ou > Ke

[illegible]

Tabela 51 - *Spread* Econômico - Percentual Bancos Estrangeiros com ROE < ou > Ke

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
ROE < Ke	67	64	29	67	62	45	88	100
ROE > Ke	33	36	71	33	38	55	12	0
Total	100	100	100	100	100	100	100	100

Na segregação por tipo de controle, repetem-se os resultados apresentados no item 4.2.4.2, porém, em uma magnitude menor. O *spread* negativo para os Bancos Privados Nacionais foi de -2,2%, contra -5,6% para os Bancos Estrangeiros. Números menores, respectivamente, em 2,3 e 2,9 pontos percentuais do que quando se utilizou os ROE's ajustados pelo IGP-M.

Assim, os resultados apresentados nos levam a rejeitar a hipótese secundária 5, ou seja,

A rentabilidade do setor bancário privado atuante no Brasil não foi maior do que o custo do capital próprio e, dessa forma, não tem contribuído para criar valor para os acionistas.

Saliente-se, porém, que quando se utiliza o IPCA como indexador chega-se a resultados bem melhores, ou seja, *spread* econômico maiores. Não obstante, o *spread* econômico continua sendo, no geral, negativo.

5 Considerações Finais

A análise dos resultados nos levou a aceitar a hipótese geral da pesquisa e as hipóteses secundárias HS₂, HS₃ e a rejeitar as hipóteses secundárias HS₁, HS₄ e HS₅. As principais conclusões da presente pesquisa estão discriminadas abaixo:

- a) O ROE médio do setor bancário privado atuante no Brasil foi maior do que o dos setores não-financeiros privados no período de 1997 a 2004, tanto pelo ROE legal quanto pelo ajustado. Pelo ROE ajustado, porém, as diferenças são menores. Analisando-se o ROE médio de cada ano, somente em 2004 pelo ROE legal e em 2003 e 2004 pelo ROE ajustado, o do setor bancário foi menor do que o dos setores não-financeiros. Ressalte-se, ainda, que a volatilidade do setor bancário, considerando o período como um todo, foi menor.
- b) Quando se discriminam os dez maiores setores não-financeiros, constata-se que o setor de Mineração apresentou ROE médio legal para o período maior do que o setor bancário. Quando se considera o ROE ajustado, quatro setores apresentaram ROE's médio maiores do que o setor bancário. São eles, pela ordem: Mineração, Atacado e Comércio Exterior, Siderurgia e Metalurgia e Serviços Públicos. Saliente-se que os anos de 2003 e 2004 foram particularmente favoráveis para esses setores.
- c) Na comparação dos cinco maiores Bancos com as cinco maiores empresas não-financeiras, a situação não muda muito em relação a quando se considera o todo. Para o período, o ROE médio do setor bancário é maior, tanto pelo critério legal quanto pelo corrigido, no entanto, as diferenças são menores. Saliente-se que nessa comparação a volatilidade dos maiores Bancos é maior para o período.
- d) Comparando-se o ROE médio dos cinco maiores Bancos Privados brasileiros com o ROE médio dos cinco maiores Bancos de países desenvolvidos selecionados, constatou-se que o ROE médio legal dos maiores Bancos brasileiros esteve próximo dos ROE's apresentados pelos Bancos dos EUA e Reino Unido e foi maior do que os da Espanha e Holanda. Quanto se corrige o ROE ajustado dos Bancos brasileiros, ele diminuiu um pouco e se aproximou do ROE dos Bancos da Espanha, mas permaneceu

superior ao ROE dos Bancos da Holanda. Conclui-se, portanto, que o ROE dos maiores Bancos brasileiros não destoa muito de seus congêneres dos quatros países desenvolvidos selecionados.

- e) Considerando o CAPM modificado para a estimação do custo de capital próprio dos Bancos, constatou-se que o alto risco Brasil teve peso importante na estimação do custo do capital próprio do setor bancário no período de 1997 a 2004, que foi de 15,1%.
- f) Quando se considerou o ROE ajustado do setor bancário pelo IGP-M, constatou-se que somente em 1999, o ROE médio do setor bancário cobriu o seu custo de capital próprio. O *spread* econômico médio do período como um todo foi negativo em 6,4%. Para os Bancos Privados Nacionais, o *spread* econômico médio do período foi negativo em 4,6%, contra -8,5% dos Bancos Estrangeiros, evidenciando que os primeiros, na média, tiveram desempenho melhor que os segundos.
- g) Quando se considerou o ROE ajustado do setor bancário pelo IPCA, repete-se o que ocorreu quando da correção pelo IGP-M, porém com números um pouco diferentes. 1999 continua sendo o único ano em que o ROE médio do setor bancário cobriu o seu custo de capital próprio. O *spread* econômico médio do período como um todo foi negativo em 3,7%. Para os Bancos Privados Nacionais, o *spread* econômico médio do período foi negativo em 2,2%, contra -5,6% dos Bancos Estrangeiros. Em virtude do IPCA ter apresentado variação menor no período, o impacto nos ROE's dos Bancos foi menor, fazendo com que o ROE médio dos Bancos Privados Nacionais se aproximasse de seu custo de capital próprio.
- h) Assim, não obstante o setor bancário tenha apresentado, na média, rentabilidade sobre o patrimônio maior do que a dos setores não-financeiros, ela não tem sido, no geral, suficiente para cobrir seu custo de capital próprio.
- i) O setor bancário brasileiro tem se adaptado a diferentes conjunturas econômicas de modo a ter melhor desempenho e/ou correr menos riscos. Assim, na década de 1970, de forte crescimento econômico, as operações de crédito tinham forte peso em seus ativos. A partir de 1980, com a redução do ritmo de crescimento econômico, aumento

da inflação e crise fiscal do Estado brasileiro, as operações de crédito diminuíram sua representatividade no ativo do setor bancário, cedendo lugar para os títulos públicos. Com o advento do Plano Real essa situação não mudou muito. Não obstante ter havido crescimento expressivo das operações de crédito em 1994 e 1995, a forte inadimplência que se seguiu depois e uma política monetária de juros básicos elevados levou o setor bancário a restringir suas operações de crédito e privilegiar as aplicações em títulos públicos.

Concluindo: o setor bancário privado atuante no Brasil tem apresentado rentabilidade sobre o patrimônio líquido maior do que os setores privados não-financeiros no período de 1997 a 2004. No entanto, em análises mais detalhadas, evidencia-se que outros setores têm apresentado rentabilidade melhor. Não obstante a melhor rentabilidade do setor bancário como um todo, ela não tem sido, na média, suficiente para cobrir seu custo de capital próprio. Dessa forma os Bancos, no geral, não têm conseguido criar valor para os acionistas.

REFERÊNCIAS

ANDREZO, Andréia Fernandes. LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 1999.

ARAÚJO, Adriana Maria Procópio de. **Ajustes na contabilidade tradicional para uma contabilidade baseada em valor**. São Paulo, 2002. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

_____.; ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças empresariais e a contabilidade**. FACEF Pesquisa. V. 7. N. 3. 2004.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro, comércio e serviços, indústrias, Bancos comerciais e múltiplos**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

_____. **Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil – uma aplicação prática**. Ribeirão Preto, 2003a. Tese (Livre-docência em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto. Universidade de São Paulo.

_____. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003b.

_____. **Mercado financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003c.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Diretoria de Fiscalização. **Relatório de atividades: 1995 – 2002**. Brasília, 2003.

_____. **Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro – COSIF**. Brasília, 2001.

_____. **Relatório de estabilidade financeira**. Volume 1, nº 1. Brasília, Novembro de 2002

_____. **Relatório de estabilidade financeira**. Volume 2, nº 1. Brasília, Maio de 2003.

_____. **Relatório de estabilidade financeira**. Volume 2, nº 2. Brasília, Novembro de 2003.

_____. **Relatório de estabilidade financeira**. Volume 3, nº 1. Brasília, Maio de 2004.

_____. **Relatório de estabilidade financeira**. Volume 3, nº 2. Brasília, Novembro de 2004.

_____. **Relatório de estabilidade financeira**. Volume 4, nº 1. Brasília, Maio de 2005.

_____. **Relatório 50 maiores**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 10.02.2005.

BARBIERI, Geraldo; SANTOS, Ariovaldo dos. **Fim da correção monetária de balanços e início da taxa de juros de longo prazo (TJLP) sobre o capital próprio - alguns de seus principais efeitos.** *Informações Objetivas*. Temática Contábil. São Paulo, n.16, p.152 - 163, 1996.

BASTOS, N. T. **Avaliação de desempenho de bancos brasileiros baseados em criação de valor econômico.** *Revista de Administração*, São Paulo v. 34, n.3, julho-setembro de 1999.

BELAISCH, Agnès. *Do Brazilian banks compete?* IMF Working Paper 03/113, 2003.

BRAGA, Roberto. **Fundamentos e técnicas de administração financeira.** São Paulo: Atlas, 1995.

BUSSAB, Wilton O.; MORETTIN, Pedro A.. **Estatística Básica.** 4. ed. São Paulo: Atual Editora, 1981.

CAMPOS, Maurício Barreto. **Produtividade e eficiência do setor bancário privado brasileiro de 1994 a 1999.** São Paulo, 2002. Dissertação (Mestrado em Administração Contábil e Financeira). Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas.

CARVALHO, Carlos Eduardo. **Bancos e inflação no Brasil: da crise dos anos 80 ao Plano Real.** In: V Congresso Brasileiro de História Econômica e 6ª Conferência Internacional de História de Empresas. Caxambu, MG. 2003.

CERETTA, Paulo Sergio; NIEDERAUER, Carlos A. P. **Rentabilidade e eficiência no setor bancário brasileiro.** In: XXVII ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, Atibaia-SP. Anais. Atibaia: 2000, CD-ROM.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas – valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas.** 3. ed. São Paulo: Makron Books. 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimento: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo.** Rio de Janeiro: Qualitymark. 1997.

_____. **Measuring company exposure to country risk: theory and practice.** Paper. September 2003. Disponível em <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acesso em 25/03/2005

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres; SILVEIRA, Héber Pessoa da. **Conceito de taxa livre de risco e sua aplicação no Capital Asset Pricing Model – um estudo exploratório para o mercado brasileiro.** In: 2º Encontro Brasileiro de Finanças. Rio de Janeiro-RJ. Anais. Rio de Janeiro: 2002, CD-ROM

FIPECAFI. **Estudo sobre a estrutura da taxa de juros no Brasil, apuração do *spread* da indústria bancária.** São Paulo, 2004.

FIRJAN. Federação das Indústrias do Rio de Janeiro. **Análise econômico-financeira das empresas brasileiras: 1995-2001.** Rio de Janeiro, 2002.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: Produtos e Serviços.** 15. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

GABRIEL, Fabiano. **O impacto do fim da correção monetária na rentabilidade e adequação de capital dos Bancos no Brasil.** São Paulo, 2004. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

GITMAN, Laurence J. **Princípios da administração financeira.** 3. ed. São Paulo: Editora Harbra, 1987.

HAIR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. ***Multivariate Data Analysis.*** 4. ed. New Jersey: Prentice-Hall, 1995.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da contabilidade.** São Paulo: Atlas, 1999.

IBGE/ANDIMA. **Sistema financeiro: uma análise a partir das contas nacionais 1990-1995.** Rio de Janeiro: IBGE, 1997.

IEDE. **Indústria e desenvolvimento: uma análise dos anos 90 e uma agenda de política de desenvolvimento industrial para a nova década.** São Paulo, 2000.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços.** 7. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

JOHNSON, H. Thomas; KAPLAN, Robert S. **A relevância da contabilidade de custos.** 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1996.

KASSAI, José Roberto Kassai; KASSAI, Silvia; SANTOS, Ariovaldo dos; ASSAF NETO, Alexandre. **Retorno de investimento: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial.** São Paulo: Atlas, 2000.

KRAUSE, Kathleen; TABAK, Benjamin M. **Eficiência Bancária: Uma aplicação DEA para os segmentos bancários no Brasil.** Relatório de Estabilidade Financeira, Brasília, Banco Central do Brasil, v.3, n.1, p. 125-147, 2004.

LEITE JUNIOR, Alcides Domingues. **Análise do comportamento das principais contas dos conglomerados financeiros no Brasil, do Plano Real ao governo Lula**. São Paulo, 2004. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

LIMA, Gerlando A. S. F. de et al. **Um estudo empírico sobre o fim da correção monetária integral e seu impacto na análise das demonstrações contábeis**. . In: XXVIII ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, Curitiba-PR. Anais. Curitiba: 2004, CD-ROM.

LOPO, Antônio; BRITO, Lauro; SILVA, Paulo Roberto da; MARTINS, Eliseu. **Custo de oportunidade, custo de capital, juros sobre o capital próprio, EVA e MVA**. MARTINS, E. (coord.). Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. São Paulo:Atlas, FIECAFI, 2001, p. 186-262.

MÁLAGA, Tomás; MAZIERO, Pricila; WERLANG, Sérgio R. da C. **Estudo de rentabilidade bancária**, Banco Itaú, Consultoria Econômica, 2003.

MARTINS, Eliseu. **Por que o balanço não fornece o “Valor da Empresa”?** IOB, São Paulo, Boletim 18/92, 1992 Temática Contábil, p. 146-143

_____. **Extinção da correção monetária – os juros sobre o capital próprio (TJLP) e os Dividendos (1ª parte)**. IOB, São Paulo, Boletim 43/96, 1996a. Temática Contábil, p. 433-426.

_____. **Extinção da correção monetária – os juros sobre o capital próprio (TJLP) e os dividendos (2ª parte)**. IOB, São Paulo, Boletim 44/96, 1996b. Temática Contábil, p. 446-437.

_____. **Avaliando a empresa (I)**. IOB, São Paulo, Boletim 10/98, 1998a. Temática Contábil, p. 1-6.

_____. **Avaliando a empresa (II)**. IOB, São Paulo, Boletim 11/98, 1998b. Temática Contábil, p. 1-6

MARTINS, Gilberto de A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MATARAZZO, Dante C. **Análise financeira de balanços: Abordagem básica e gerencial**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MATIAS, Alberto Borges. **Estudo técnico sobre as taxas de juros vigente no Brasil: uma análise das hipóteses convencionais. 3ª versão.** Disponível em www.cepefin.com.br. Acesso em 20/12/2004.

MEGLIORINI, Evandir; WEFFORT, Elionor Farah Jreige; HOLANDA, Victor Branco de. **Amostragem.** CORRAR, LUIZ J.; THEÓPHILO, Carlos Renato.(Coords). **Pesquisa operacional para decisão em contabilidade e administração.** São Paulo: Atlas. 2004.

MENDES, Frederico. **A gestão baseada no valor nas Instituições Financeiras: um modelo aplicado a Bancos múltiplos.** São Paulo, 2004. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MENDONÇA DE BARROS, José Roberto; ALMEIDA JR., Mansueto Facundo de. **Análise do ajuste do sistema financeiro no Brasil.** Disponível em <http://fazenda.gov.br/spe/artigos/1997/art0501.htm> acesso em 20/02/2005.

NAKAYAMA, Ana Cristina Sagutti; CHIANAMEA, Dante Ricardo; ONISHI, Nancy Shibata; ALMEIDA, Wagner Soares de. **Supervisão Direta no Contexto da Basiléia II.** Apostila de Curso ministrado no Banco Central do Brasil. Material não publicado. São Paulo, Banco Central do Brasil, 2005.

NIYAMA, Jorge katsumi; GOMES, Amaro L. Oliveira. **Contabilidade de Instituições Financeiras.** São Paulo: Atlas, 2000.

OLIVEIRA, César Antunes Viana de.; TABAK, Benjamin M. **Comparativo da eficiência bancária utilizando Data Development Analysis (DEA).** Relatório de Estabilidade Financeira, Brasília, Banco Central do Brasil, v.3, n.2, p. 127-147, 2004.

OLIVEIRA, Edson Ferreira de; SECURATO, José Roberto; GUERREIRO, Reinaldo. **Valor econômico agregado em Instituições Financeiras: um estudo exploratório.** In: 3º Encontro Brasileiro de Finanças. São Paulo-SP. Anais. São Paulo: 2003, CD-ROM.

PAULA, Antônio D. **A lucratividade do setor bancário privado e nacional (1991-95).** São Paulo, 2000. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. **Tamanho, dimensão e concentração do sistema bancário no contexto de alta e baixa inflação no Brasil.** Revista Nova Economia, v. 8, n. 1, p. 87-116, jul./dez.1998a.

_____. **Mudança patrimonial dos Bancos Privados em contexto de alta inflação no Brasil.** Revista Economia Aplicada, v. 2, n.1, p. 113-138, jan/mar.1998b.

_____. ALVES JR.; Antônio José, MARQUES, Maria Beatriz Leme. **Ajuste patrimonial e padrão de rentabilidade dos Bancos Privados no Brasil durante o Plano Real (1994/1998)**. Est. Econ., São Paulo, V. 31, N. 2, 285-319, Abril-Junho. 2001

PUGA, Fernando Pimentel. **Sistema financeiro brasileiro: reestruturação recente, comparações internacionais e vulnerabilidade à crise cambial**. BNDES: Textos para Discussão. Rio de Janeiro, n. 68, mar. 1999.

RAPPAPORT, Alfred. **Gerando o valor para o acionista, um guia para administradores e investidores**. São Paulo: Atlas, 2001.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social, métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.

SALVIANO JUNIOR, Cleofas. **Bancos estaduais: dos Problemas Crônicos ao PROES**. Brasília. Banco Central do Brasil, 2004.

SALOTTI, Bruno M. **O fim da correção monetária integral e seu impacto em alguns índices de análise de balanços**. In: Anais do 2º Seminário em Controladoria da USP. São Paulo: USP, 2002.

SANTOS, Ariovaldo dos. **Distorções na análise financeira, no cálculo de dividendos e de impostos provocadas pela falta de reconhecimento da inflação nas demonstrações contábeis**. In: XXI ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, Rio das Pedras. Anais. Rio das Pedras-RJ: 1997, CD-ROM.

SANVICENTE, Antônio Zoratto. **A relevância de prêmios por risco soberano e risco cambial no uso do CAPM para a estimação do custo de capital das empresas**. In: 4º Encontro Brasileiro de Finanças. Rio de Janeiro-RJ. Anais. Rio de Janeiro: 2004, CD-ROM

SAUNDERS, Anthony. **Administração de Instituições Financeiras**. Tradução da 2. ed. Americana. São Paulo: Atlas, 2000.

SECURATO, José Roberto. **Decisões financeiras em condições de Risco**. São Paulo: Atlas, 1996.

SOUZA, Janes Ângelo de. **Para entender os índices de preços, uma visão moderna**. Revista de Economia Mackenzie. Ano 2, nº 2. São Paulo, 2004 p 142 -167.

STEVENSON, William J. **Estatística aplicada à administração**. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 2001.

THE BANKER. The Top 1000 World Banks. London: Financial Times Business, Vol. 148, n. 869. 07/1998.

_____. The Top 1000 World Banks. London: Financial Times Business, Vol. 149, n. 881.
07/1999

_____. The Top 1000 World Banks. London: Financial Times Business, Vol. 150, n. 893.
07/2000

_____. The Top 1000 World Banks. London: Financial Times Business, Vol. 151, n. 905.
07/2001

_____. The Top 1000 World Banks. London: Financial Times Business, Vol. 152, n. 917.
07/2002

_____. The Top 1000 World Banks. London: Financial Times Business, Vol. 153, n. 929.
07/2003

_____. The Top 1000 World Banks. London: Financial Times Business, Vol. 154, n. 941.
07/2004

VIEIRA, Eneamir. **Bancos privados no Brasil – estrutura patrimonial e rentabilidade 1988-1995**. 1998. Dissertação (Mestrado em Economia Política). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

Visão. São Paulo: DCI Editora, ano XLI n. 21, 05/1992.

YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F. **EVA e gestão baseada em valor: guia prático para implementação**. Porto Alegre: Bookman, 2003.

XAVIER, Paulo Henrique Moura. **Transparência das demonstrações contábeis dos bancos no Brasil: estudo de caso sob a perspectiva do acordo “Basileia II”**. São Paulo, 2003. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

ZINI JR., Álvaro Antônio. **Uma avaliação do setor financeiro no Brasil: da reforma de 1964/65 à crise dos anos oitenta**. Dissertação de Mestrado em Economia. IFCH/DEPE. Universidade de Campinas, Campinas, 1982.