UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE
RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

BRUNO JOSÉ CANASSA

Entrincheiramento gerencial e criação de valor nas cooperativas de crédito brasileiras

ORIENTADOR: PROF. DR. MARCELO SANCHES PAGLIARUSSI

RIBEIRÃO PRETO

2018

Prof. Dr. Vahan Agopyan
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. André Lucirton Costa
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof. Dr. Fabiano Guasti Lima
Chefe do Departamento de Contabilidade

Prof. Dr. Amaury José Rezende
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

BRUNO JOSÉ CANASSA

Entrincheiramento gerencial e criação de valor nas cooperativas de crédito brasileiras

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, para obtenção do título de Mestre em Ciências. Versão Corrigida. A original encontra-se disponível na FEARP/USP.

Área de concentração: Controladoria e Contabilidade

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Sanches Pagliarussi

RIBEIRÃO PRETO

2018

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001

Canassa, Bruno José

Entrincheiramento gerencial e criação de valor nas cooperativas de crédito brasileiras. Ribeirão Preto, 2018.

52 p. : il. ; 30 cm

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP. Área de concentração: Controladoria e Contabilidade.

Orientador: Pagliarussi, Marcelo Sanches.

1. Cooperativas de crédito. 2. Entrincheiramento gerencial. 3. Criação de valor.

FOLHA DE APROVAÇÃO

CANASSA, B. J. **Entrincheiramento gerencial e criação de valor nas cooperativas de crédito brasileiras**. 2018. 52 p. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade Financeira) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, 2018.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

RESUMO

CANASSA, B. J. **Entrincheiramento gerencial e criação de valor nas cooperativas de crédito brasileiras**. 2018. 52 p. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade Financeira) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, 2018.

O entrincheiramento gerencial se caracteriza pela redução dos direitos dos proprietários de qualquer organização, que passam a ter gestores fortalecidos e protegidos. Embora pesquisas apontem o entrincheiramento como redutor do valor nas empresas de capital aberto, teoricamente as cooperativas de crédito possuem características que tornam divergentes os possíveis efeitos do entrincheiramento gerencial sobre a criação de valor, ao potencializar problemas de agência ou originar relações de *stewardship*. Entretanto, pouco se sabe sobre esta relação nas cooperativas, sem haver investigação empírica sobre esta associação. Dentro deste contexto, este trabalho investigou o entrincheiramento gerencial nas cooperativas de crédito brasileiras e sua associação à criação de valor. Utilizando dados encontrados nos estatutos sociais vigentes no ano de 2016, foi desenvolvido um índice de entrincheiramento baseado em previsões sobre dualidade, manutenção no cargo, trocas de conselheiros e limites contra candidaturas rivais, com a associação ao valor testada por técnicas de mínimos quadrados ordinários e em dois estágios. As estimações realizadas apontaram uma associação negativa entre o índice de entrincheiramento e a criação de valor, realçada pelo uso de mínimos quadrados em dois estágios, que persistiu em análises envolvendo amostras específicas de cooperativas, à exceção da amostra composta por cooperativas de livre admissão. Os resultados alinham o caso das cooperativas de crédito ao das empresas de capital aberto, o que pode implicar em uma similaridade entre estas formas organizacionais, apesar de teoricamente serem apresentadas como distintas.

Palavras-chave: Cooperativas de crédito. Entrincheiramento gerencial. Criação de valor. Governança corporativa.

ABSTRACT

CANASSA, B. J. **Managerial entrenchment and value creation in Brazilian credit unions.** 2018. 52 p. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade Financeira) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, 2018.

The managerial entrenchment is characterized by the reduction of the ownership rights in any organization, which have their managers strengthened and protected. Although prior research points out the entrenchment as a reducer of value in investor-oriented firms, credit unions theoretically have characteristics that make divergent the possible effects of managerial entrenchment on the value creation, by potentiating agency problems or leading to stewardship relationships. However, there is little knowledge about this relationship in cooperatives, without any empirical research on this association. Therefore, this work investigated the managerial entrenchment in Brazilian credit unions and their association with value creation. Using data found in the credit unions' bylaws in force in 2016, an entrenchment index based on provisions of duality, possibility of prolonged tenure, board members' exchanges and limits against rival applications was developed, with the association with value tested by ordinary and two-stage least squares techniques. The estimation showed a negative association between the entrenchment index and the value creation, highlighted by the use of two-stage least squares, which persisted in analyzes involving specific samples of credit unions with the exception of the sample composed by free entry credit unions. The results align the case of credit unions with that of investor-oriented firms, which may imply a similarity between these organizational forms, although they are theoretically presented as distinct.

Keywords: Credit unions. Managerial entrenchment. Value creation. Corporate governance.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatística descritiva da amostra	28
Tabela 2 – Distribuição das cooperativas de crédito em cada nível de entrincheiramento	31
Tabela 3 – Frequência de ocorrência dos itens do índice	32
Tabela 4 – Criação de valor por nível de entrincheiramento.....	33
Tabela 5 – Resultados das estimações do modelo econométrico	34
Tabela 6 – Estimações pooled, com variável defasada e pela mediana	36
Tabela 7 – Estimações MQ2E separando a amostra de acordo com a legislação	38
Tabela 8 – Estimações MQO separando a amostra pela exigência de vínculos para admissão	40
Tabela 9 – Estimações MQO para os itens do índice em conjunto e isoladamente	42

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
2	CARACTERÍSTICAS QUE INFLUENCIAM O ENTRINCHEIRAMENTO NAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO.....	15
3	ENTRINCHEIRAMENTO E VALOR PARA COOPERATIVAS DE CRÉDITO..	17
4	METODOLOGIA E AMOSTRA	21
4.1	Índice de entrincheiramento para cooperativas de crédito brasileiras	21
4.2	Mensuração da criação de valor em cooperativas de crédito	24
4.3	Modelo e procedimentos econométricos	26
4.4	Descrição da amostra utilizada	28
5	RESULTADOS E DISCUSSÃO	31
5.1	Análise de robustez.....	35
5.2	Análises complementares	37
6	CONCLUSÃO.....	45
	REFERÊNCIAS.....	47
	APÊNDICE A	51

1 INTRODUÇÃO

O entrincheiramento gerencial é um fenômeno caracterizado pela redução dos direitos dos proprietários sobre o controle da organização, que passa a ter seus executivos fortalecidos por receberem maior poder de decisão e proteção contra o risco de demissão (BEBCHUK; COHEN; FERREL, 2009; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003). A proteção obtida em seu cargo permite que os gestores entrincheirados, em tese, ajam de maneira oportunista. De fato, pesquisas empíricas apontam o entrincheiramento como redutor do valor criado por empresas de capital aberto, com resultados justificados pelo aumento dos custos de agência decorrentes da liberdade obtida pelos executivos (KEIL; MAULA; SYRIGOS, 2017; CHANG; ZHANG, 2015; CREMERS; FERRELL, 2014). Entretanto, para Brickley, Smith e Zimmerman (2008) o nível de fortalecimento a ser concedido aos gestores está sujeito a características que variam em cada empresa. Sendo assim, é possível inferir que a relação entre entrincheiramento e valor nos diversos tipos organizacionais possa ocorrer de maneiras diferentes do encontrado nas empresas de capital aberto.

Dentro deste contexto, as cooperativas se distinguem das empresas de capital aberto por características como a presença de vínculos em comum entre seus membros, que passam a basear suas relações em confiança e na busca pelo bem-estar coletivo (BANERJEE; BESLEY; GUINNANE, 1994; AMESS; HOWCROFT, 2001). Teoricamente, as características existentes nas cooperativas as assemelham aos pressupostos da teoria do *stewardship*, na qual o fortalecimento do gestor deve ser estimulado por, possivelmente, potencializar a criação de valor da empresa. Contudo, caso o executivo tenha comportamento oportunista, o entrincheiramento atua como intensificador dos custos que levam a redução do valor criado. Neste caso, a liberdade do gestor deve ser contida (DAVIS; SCHOORMAN; DONALDSON, 1997; WOWAK; GOMEZ-MEJIA; STEINBACH, 2017). No entanto, ainda que as cooperativas possuam características que permitam investigar as possíveis associações divergentes na relação entre entrincheiramento e valor, esta relação não foi testada empiricamente neste tipo de empresa. Mesmo que o entrincheiramento exista nas cooperativas (COOK; BURRESS, 2013), seu efeito sobre o valor criado é desconhecido.

A partir do exposto, foi objetivo deste trabalho investigar o entrincheiramento nas cooperativas de crédito singulares brasileiras e sua associação com a criação de valor. Para estimar o entrincheiramento dos gestores foi desenvolvido um índice baseado em provisões encontradas nos estatutos sociais vigentes das 1.030 cooperativas de crédito singulares brasileiras existentes em 2016. As provisões utilizadas representam exigências e concessões

contratuais dos cooperados aos executivos que determinam seu nível de fortalecimento e proteção. Para verificar a associação entre o entrincheiramento e a criação de valor foram utilizados modelos de mínimos quadrados ordinários (MQO) e mínimos quadrados em dois estágios (MQ2E). A estimação por MQ2E foi importante por, além de reduzir problemas relacionados a endogeneidade comuns em estudos sobre a relação investigada (CHANG; ZHANG, 2015), auxiliar na redução do efeito da regulamentação interna dos sistemas cooperativistas brasileiros, que impõem padrões aos estatutos das suas cooperativas associadas.

Deste modo, o presente estudo contribui com a literatura ao evidenciar que a relação entre entrincheiramento e criação de valor em cooperativas de crédito se dá de forma semelhante à ocorrida nas empresas de capital aberto. Tal resultado ainda não havia sido documentado nas pesquisas na área. Outra implicação teórica derivada dos resultados se deve à técnica de estimação utilizada. Como a estimação por MQ2E visou retirar a influência de fatores exógenos sobre o nível de entrincheiramento da cooperativa, é possível inferir que o impacto da quantidade de concessão de poder aos executivos por opção dos próprios cooperados em torno da lei ou do sistema se acentua sobre a criação de valor. Isto se dá, pois, o coeficiente obtido pelo método de MQ2E sugere uma associação negativa mais intensa entre entrincheiramento e criação de valor. Ainda, os resultados auxiliam a justificar a necessidade de estruturação das cooperativas de crédito brasileiras para que haja contenção do poder do gestor, como ocorre pela norma do Banco Central do Brasil contra a dualidade, para que possíveis custos vinculados a relação de agência sejam reduzidos.

O restante do trabalho está organizado da seguinte forma: as seções 2 e 3 fornecem fundamentos para explicar o entrincheiramento e as possíveis associações com o valor criado nas cooperativas; na seção 4 estão a metodologia e a descrição da amostra utilizada; a seção 5 contém os resultados e a discussão; por fim, as conclusões estão na seção 6.

2 CARACTERÍSTICAS QUE INFLUENCIAM O ENTRINCHEIRAMENTO NAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO

Cooperativas de crédito são instituições financeiras que se distinguem dos bancos comerciais pelas características de sua propriedade. Enquanto os bancos comerciais são voltados ao lucro, com definição clara do proprietário como investidor, as cooperativas de crédito são voltadas a beneficiar o cooperado como um cliente de seus serviços bancários, que devem ser vantajosos quando comparados aos encontrados nos bancos. O fato de ser uma organização voltada a atender seus proprietários como clientes tem origem no motivo para existência das cooperativas, que são fundadas por indivíduos buscando inclusão ou melhores condições às encontradas em sua área de atuação (RUBIN et al., 2013; HANSMANN, 1996).

Por ser uma união de indivíduos em busca de condições favoráveis em determinados serviços bancários, é natural que as cooperativas de crédito sejam compostas por grupos de pessoas com ao menos um vínculo em comum, como o local onde moram, o emprego, ou qualquer outra atividade que crie identidade entre os associados (MCKILLOP; WILSON, 2015; BLACK; DUGGER, 1981). A partir destes vínculos, é comum que as cooperativas criem requisitos para a associação, que limitam a dispersão e mantêm os membros próximos entre si. Entretanto, embora a maior parte das cooperativas brasileiras ainda exija requisitos para associação, a legislação passou a permitir a livre admissão nas cooperativas de crédito, que se abrem a quaisquer interessados (BACEN, 2003).

Teoricamente, a proximidade e a identificação vindas do vínculo em comum, quando existente, deveria aumentar a credibilidade entre os membros e induzir a busca de bem-estar coletivo. Sendo assim, os contratos e transações firmados dentro das cooperativas costumam ser implicitamente lastreados pela confiança de que serão cumpridos, tendo, também, um caráter otimista quanto ao comportamento adequado das partes envolvidas em qualquer negociação entre cooperativa, cooperado e gestores associados ou não (BANERJEE; BESLEY; GUINNANE, 1994; AMESS; HOWCROFT, 2001).

Considerando que o nível de poder obtido pelo gestor decorre das concessões realizadas pelos proprietários da organização (BRICKLEY; SMITH; ZIMMERMAN, 2008), o fortalecimento e proteção dos executivos das cooperativas são influenciados pela confiança que recebem dos proprietários. Mesmo em casos onde o gestor utiliza sua influência para adquirir poder, os termos por trás do fortalecimento devem passar pela aprovação dos associados em votações nas assembleias de membros. Portanto, em tese, nas cooperativas de crédito o gestor

tende a ser fortalecido por membros que confiam em sua atuação em prol do coletivo, por estarem sempre próximos e, geralmente, compartilharem uma mesma característica social.

Porém, além das escolhas dos cooperados, que podem ser motivadas por questões sociais, fatores externos às cooperativas, principalmente a legislação, também exercem influência sobre o nível de entrincheiramento nas organizações (BRICKLEY; SMITH; ZIMMERMAN, 2008). Contudo, a normatização do Banco Central do Brasil limita o poder do gestor ao impedir que este assuma cargos nos Conselhos de Administração das cooperativas de grande porte e maior complexidade (BACEN, 2015a). Com isto, evita-se a chamada dualidade, uma das principais fontes de proteção encontradas pelos gestores (ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2010). A legislação também estipula características que restringem a liberdade do executivo, como a troca mínima de um terço dos membros dos conselhos e limitações para candidatura a cargos de controle (BRASIL, 1971). Por fim, as cooperativas de crédito brasileiras são organizadas em sistemas que costumam padronizar as normas internas da cooperativa, como as que definem o nível de poder da gestão.

3 ENTRINCHEIRAMENTO E VALOR PARA COOPERATIVAS DE CRÉDITO

O contraponto entre o, em tese, otimismo do cooperado e as limitações impostas pela legislação permite inferir que existam visões opostas sobre os possíveis efeitos do entrincheiramento gerencial na criação de valor das cooperativas de crédito. Entretanto, esta relação ainda não foi investigada nas cooperativas. Mesmo a questão do fortalecimento de gestores nas cooperativas foi pouco aprofundada, com apenas dois trabalhos sobre o assunto. No caso, Cook e Burress (2013) identificaram que o tempo na gestão se relaciona ao menor monitoramento do Conselho de Administração. Já Yonemura e Costa (2017) encontraram evidências de que, na presença de dualidade, o tempo no cargo está relacionado a maiores salários nas cooperativas do estado de São Paulo. Porém, ambos os trabalhos não apontam consequências do fortalecimento destes gestores sobre a criação de valor aos membros, ainda que Cook e Burress (2013) sugiram que a relação possa ser positiva ou negativa.

Nas cooperativas a confiança gerada pela proximidade e pela identificação poderia permitir aos cooperados esperar atuações adequadas de seus gestores, os mantendo no cargo com garantias de liberdade para tomada de decisão. Entretanto, a criação de valor depende da atuação correta dos gestores em relação ao esperado pelos proprietários, e não existem garantias de que isto ocorra. Caso os gestores optem por um comportamento distinto do esperado pelos cooperados, o fortalecimento do executivo tende a potencializar custos vinculados à liberdade para consumo de regalias em excesso ou o baixo desempenho pela pouca pressão recebida para melhorar o resultado da empresa (DAVIS; SCHOORMAN; DONALDSON, 1997).

O possível impacto negativo do entrincheiramento é fundamentado na teoria da agência, na qual os indivíduos são racionais e movidos pelo interesse individual, mesmo que para isto prejudiquem outras pessoas (JENSEN; MECKLING, 1976; WOWAK; GOMEZ-MEJIA; STEINBACH, 2017). Pela teoria da agência, gestores entrincheirados irão usar a liberdade e a proteção recebidas dos cooperados para obter benefícios próprios, diminuindo o valor criado pela empresa aos seus proprietários. Estudos realizados em empresas de capital aberto, envolvendo gestores externos contratados (KEIL; MAULA; SYRYGOS, 2017; CHANG; ZHANG, 2015; CREMERS; FERRELL, 2014; BEBCHUK; COHEN; FERRELL, 2009; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003) e com proprietários nos cargos executivos (CLAESSENS et al., 2002; MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988) têm fornecido evidências fortes de relação negativa entre entrincheiramento e valor. O entrincheiramento, em tais casos, possibilitou maior margem para ações oportunistas que intensificaram a destruição do valor.

Alguns aspectos permitem inferir que a relação entre entrincheiramento e valor também seja negativa nas cooperativas, em linha com as predições da teoria da agência. Cooperativas são organizações com propriedade dispersa, mesmo nos casos em que há exigência de algum vínculo para associação. Neste caso, Jensen e Meckling (1976) e Ang, Cole e Lin (2000) sugerem que os custos de agência são menos percebidos em empresas com propriedade dispersa, pois seu efeito é dividido entre todos os proprietários, gerando um incentivo para que o executivo atue de maneira oportunista. Assim, quanto maior a dispersão da propriedade, como o caso das cooperativas de livre admissão, maior a margem para ações oportunistas. Também, o cooperado se comporta como um cliente e tem pouco interesse em acompanhar o desempenho da cooperativa e monitorar seus gestores, esperando que outro membro cumpra este papel, o que não necessariamente ocorre (PORTER; SCULLY, 1987; COOK, 1995). Porter e Scully (1987) também indicam que a quota para associação, cujo preço é fixo por não poder ser negociada (BRASIL, 1971), não reflete em seu valor os resultados recentes da cooperativa, dificultando a visualização de resultados abaixo do esperado. Tais aspectos parecem criar incentivos para que o gestor aja de maneira oportunista nas cooperativas. Porém, mesmo que o executivo aja corretamente, Carvalho et al. (2015) indicam o baixo nível de profissionalismo nas cooperativas, que tornam as decisões ruins tomadas por gestores fortalecidos redutoras da criação de valor. No caso, a proteção em seu cargo também não pressiona o gestor a melhorar sua capacitação técnica.

Entretanto, mesmo que a discussão anterior aponte motivos para a destruição de valor em cooperativas de crédito com gestores entrincheirados, algumas evidências empíricas indicam que o gestor protegido em seu cargo pode atuar em prol da empresa, criando valor. No caso, estas evidências se relacionam a teoria do *stewardship*, na qual os indivíduos são guiados por fatores além dos pressupostos econômicos, como a influência da cultura coletiva e da identificação, que são apontados pela literatura como existentes nas cooperativas, e não maximizam seu bem-estar necessariamente com ganhos financeiros (DAVIS; SCHOORMAN; DONALDSON, 1997).

Para Wowak, Gomez-Mejia e Steinbach (2017) ambientes que prezam o bem-estar coletivo tendem a guiar o comportamento do gestor pelas considerações relacionais as partes vinculadas a empresa. Portanto, o contexto social entre os membros por si só seria suficiente para o gestor a buscar agir a favor do interesse de todos os cooperados. Já Lange, Boivie e Westphal (2015) e Boivie et al. (2011) indicam que gestores-proprietários possuem maior identificação com a empresa, que se reduz com limitações em excesso as suas ações, e que custos de ações oportunistas são menores quando existe esta identificação. Caso estes fatores

sejam suficientes para guiar o comportamento do gestor nas cooperativas, o fortalecimento do executivo é recomendado para que potencialize a criação de valor. Contudo, ainda que Brickley, Smith e Zimmerman (2008) reforcem que o nível de delegação de poder ao gestor varia em cada organização e, assim, fortalecer o gestor possa ser o adequado em algumas empresas, nenhum destes estudos investiga a relação com a criação de valor.

Portanto, o presente estudo investigou o entrincheiramento gerencial e sua relação com a criação de valor nas cooperativas de crédito brasileiras. Com isto, buscou encontrar evidências que indiquem como esta relação se dá neste tipo de organização com possíveis associações, em tese, ambíguas, contribuindo para o conhecimento sobre o efeito da governança corporativa nas cooperativas em seu desempenho.

4 METODOLOGIA E AMOSTRA

Para a investigação da associação entre o entrincheiramento e a criação de valor nas cooperativas de crédito foi construído um índice para mensurar o entrincheiramento de gestores em cooperativas de crédito, baseado em trabalhos como Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009) e Gompers, Ishii e Metrick (2001). Devido a caracterização do cooperado como um cliente da cooperativa, foi utilizado um modelo de criação de valor com base em diferença de taxas aplicadas aos empréstimos e depósitos similar aos propostos por Patin e McNiel (1991) e Bressan et al. (2013). Por fim, após descrever o entrincheiramento nas cooperativas de crédito, foi proposto um modelo econométrico para testar a relação investigada.

A coleta dos dados para o índice de entrincheiramento foi realizada a partir do preenchimento de um *checklist* aplicado aos estatutos sociais das cooperativas de crédito brasileiras, cedidos pelo Banco Central do Brasil. Foram utilizadas as versões vigentes dos estatutos de 1.030 cooperativas de crédito singulares brasileiras existentes no ano de 2016. Para validar os dados coletados nos estatutos houve duplo preenchimento do *checklist*, realizados por indivíduos distintos. Nos casos em que o preenchimento de uma questão não coincidiu, a decisão sobre o preenchimento foi realizada por um mediador. O duplo preenchimento foi importante para evitar falhas de avaliação, principalmente em questões subjetivas, que poderiam levar a erros de mensuração nas análises. O *checklist* está disponível no Apêndice A.

Os dados financeiros, como os utilizados na mensuração do valor, foram fornecidos em forma de balancete pelas próprias cooperativas e disponibilizados no *site* do Banco Central do Brasil. Todos os valores financeiros foram transformados em valores constantes para 2016 usando o IGP-DI, para evitar distorções decorrentes da inflação em análises envolvendo séries anuais. Demais informações utilizadas na pesquisa podem ser provenientes de dados cadastrais, também obtidos junto ao Banco Central do Brasil, ou mesmo nos próprios estatutos sociais. A amostra final, porém, foi reduzida a 1.028 observações com a retirada de 2 cooperativas fundadas em 2016, pois considerou-se que eram muito jovens para ter o entrincheiramento refletido em seu valor.

As seções a seguir contêm a construção do índice de entrincheiramento, o modelo para mensuração de valor criado nas cooperativas de crédito, o modelo empírico e procedimentos econométricos para testar a relação investigada, além da descrição da amostra utilizada.

4.1 Índice de entrincheiramento para cooperativas de crédito brasileiras

O índice de entrincheiramento foi desenvolvido de maneira similar aos propostos por Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009) e Gompers, Ishii e Metrick (2003), com adaptações as características das cooperativas de crédito no Brasil. O índice foi construído a partir da identificação de previsões de fortalecimento ou proteção ao gestor no estatuto social das cooperativas. Os itens representam as concessões e exigências aos gestores aprovadas em votações pelos membros. O índice varia entre 0 e 5, sendo a soma de cada previsão identificada como fonte de entrincheiramento dentro dos estatutos. As fontes de fortalecimento consideradas foram a dualidade do gestor junto ao principal órgão de controle e a presidência, a possível manutenção no cargo por períodos prolongados, a manutenção de conselheiros e a proteções contra a tomada de controle da cooperativa.

Na chamada dualidade, o gestor se fortalece pelo acúmulo de cargos junto ao órgão que deveria monitorá-lo e também, caso necessário, demiti-lo, influenciando estas decisões e recebendo diretamente informações sobre seu trabalho. Nos casos onde a dualidade ocorre no papel de presidente, é comum que o gestor obtenha o voto de desempate nas deliberações do conselho (ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2010; ADAMS; FERREIRA, 2007; KRAUSE; SEMADENI; CANNELLA JR., 2014). A dualidade recebe influência da quantidade de órgãos adotada pela cooperativa (apenas Conselho de Administração, apenas Diretoria Executiva, ou ambos em conjunto), que determina se o gestor será obrigatoriamente um membro ou se é permitida a contratação de executivos externos a cooperativa (COSTA; CHADDAD; AZEVEDO, 2012). Ressalta-se que a normatização do Banco Central do Brasil impede a acumulação dos cargos de gestão em alguns tipos de cooperativas (BACEN, 2015a)

O acúmulo de cargo junto ao principal órgão de controle foi considerado em casos onde a Diretoria Executiva é composta exclusivamente por membros do Conselho de Administração, quando há apenas um Conselho de Administração e o estatuto não prevê a contratação de executivos, e quando há apenas a Diretoria Executiva. Em todas estas situações o estatuto prevê que o principal gestor seja um cooperado eleito diretamente pela Assembleia Geral para os cargos executivo e no conselho ou seja escolhido entre os conselheiros.

A segunda dualidade, no cargo de presidente, decorre da primeira e foi identificada em casos como quando há apenas o Conselho de Administração, sem haver previsão de contratação de executivos. Assim, o principal gestor é um cooperado eleito diretamente pela assembleia para ser o presidente-gestor ou é apontado pelo Conselho de Administração entre seus próprios membros. Na coexistência do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva, a dualidade foi identificada pela previsão de eleição de um cooperado para os cargos simultâneos na presidência e de diretor-presidente, quando a Diretoria Executiva é composta exclusivamente

por membros do Conselho de Administração, ou quando o Conselho de Administração escolhe entre seus membros o diretor-presidente. Na existência apenas da Diretoria Executiva, o principal executivo será, invariavelmente, o diretor-presidente da cooperativa.

Como a legislação não permite a candidatura de não associados a cooperativas aos cargos em órgãos, em todos os casos de dualidade o principal executivo da cooperativa é um cooperado escolhido pelos demais associados em Assembleia Geral e o estatuto não prevê a contratação de executivos externos a cooperativa (BRASIL, 1971). Nos demais itens do índice de entrenchamento, ainda que o principal executivo não seja um cooperado escolhido para o cargo, a interação com o Conselho de Administração exerce influência sobre seu fortalecimento dentro da organização (COOK; BURRESS, 2013).

Para Shen (2003) e Coles, Daniel e Naveen (2014), o tempo no cargo permite ao gestor se fortalecer pelo *status* adquirido ao longo do tempo, conseguindo interferir na composição dos conselhos, e por ganhar conhecimento e controle sobre o fluxo de informações dentro da empresa. Cook e Burress (2013) indicam que a manutenção de gestores por longos períodos vem do apoio de cooperados satisfeitos com desempenhos anteriores, que, também, concedem menores níveis de monitoramento e elegem conselhos favoráveis aos executivos.

A manutenção por períodos prolongados na gestão quando há dualidade foi identificada pela inexistência de cláusulas contra candidaturas consecutivas para o Conselho de Administração ou Diretoria Executiva ou a presidência da cooperativa. Mesmo com exigências de trocas mínimas nos órgãos, o gestor pode se manter no cargo caso não existam limitações de candidaturas consecutivas, a partir da troca dos outros membros. Nos casos onde o principal executivo, cooperado ou não, pode ser contratado, não há qualquer previsão contra o prazo de mandato do gestor e seu potencial fortalecimento decorre do *status* adquirido junto aos demais cooperados e conselheiros durante seu mandato.

A legislação brasileira exige que os estatutos das cooperativas prevejam a troca de, ao menos, 1/3 dos membros do Conselho de Administração a cada eleição (BRASIL, 1971). A exigência para troca de parte dos conselheiros se relaciona com os conselhos escalonados. Conselhos escalonados protegem o gestor ao impedirem mudanças totais no grupo de conselheiros, que costumam ser seguidas pela troca dos executivos, mesmo quando esta troca seria necessária (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2010). A manutenção de um mesmo grupo de conselheiros também é interessante ao gestor pela continuidade de conselheiros lenientes ao seu interesse (COOK; BURRESS, 2013).

Para o índice, a possível continuidade de conselheiros ou diretores foi identificada quando não há troca mínima prevista dos membros do principal órgão de controle, como ocorre

em casos onde há apenas a Diretoria Executiva, ou a troca de conselheiros é a mínima estipulada por lei, sem maiores exigências como a impossibilidade de candidaturas seguidas, quando existe o Conselho de Administração.

As proteções contra tomadas de controle hostis por grupos de cooperados de interesses distintos entre si ocorrem de maneira diferentes das encontradas nas empresas de capital aberto, quando grupos adquirem ações suficientes para se tornarem acionistas majoritários (BEBCHUK; COHEN; FERRELL, 2009; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2001). Nas cooperativas, estas tomadas de controle são provenientes da maior troca possível de membros de qualquer cargo eleito na cooperativa, que escolherão gestores favoráveis aos interesses do grupo de cooperados que impôs esta mudança (BANERJEE et al., 2001).

A legislação das cooperativas exige alguns requisitos mínimos para um cooperado ser candidato, como não ter parentesco com um conselheiro (BRASIL, 1971). Porém, o estatuto da cooperativa pode prever outros itens além dos existentes na lei. Mesmo quando o gestor for contratado e externo a cooperativa, o risco de demissão é menor quando o grupo que o contratou se mantém no controle. Para o índice, foram considerados os casos em que o estatuto da cooperativa prevê requisitos demasiados, além dos encontrados na lei, como a exigência de capacitações técnicas específicas ou períodos mínimos como cooperado.

4.2 Mensuração da criação de valor em cooperativas de crédito

A criação de valor nas cooperativas de crédito foi estimada a partir de um modelo similar ao apresentado por Rubin et al. (2013) e utilizado por Patin Jr. e McNiel (1991) e Bressan et al. (2013). O modelo se baseia na diferença de taxas para depósitos e empréstimos da cooperativa em relação aos encontrados nos bancos comerciais e estima os benefícios monetários líquidos para os cooperados que optaram por operar com a cooperativa. Os itens do modelo utilizam valores financeiros encontrados nos balancetes disponibilizados pelo Banco Central do Brasil em seu *site*. O modelo-base de benefícios monetários líquidos aos cooperados está em (1).

$$V = BMLD + BMLE \quad (1)$$

Onde *BMLD* representa os ganhos (ou perdas) referentes aos depósitos e *BMLE* os ganhos (ou perdas) dos empréstimos dos cooperados que escolheram realizar as operações na cooperativa ao invés de um banco comercial.

Tanto *BMLD* quanto *BMLE* podem ser decompostos em contas encontradas no Plano de Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF), que orienta os balancetes disponibilizados pelo Banco Central do Brasil, como apresentado em (2).

$$V = [D \times (dep_c - dep_b)] + \{E \times [emp_b - emp_c \times (1 - RT)]\} \quad (2)$$

Em que D é o volume total de depósitos na cooperativa (conta 41000007 do COSIF), dep_c a taxa média de remuneração sobre os depósitos praticada pelas cooperativas, dep_b a taxa média praticada pelos bancos comerciais, E sendo o volume total em operações de crédito da cooperativa (conta 16000001), emp_b e emp_c respectivamente as taxas médias de juros incididas sobre os empréstimos concedidos nos bancos comerciais e na cooperativa, e RT a proporção de renda sobre juros retornada aos tomadores de empréstimo na cooperativa.

O percentual de retorno das rendas sobre juros é importante pois as cooperativas são organizações com operações à custo, cujas sobras são postas para votação em assembleia e podem ser devolvidas aos associados. Neste caso, possíveis taxas de juros excessivas cobradas pelas cooperativas podem ser ressarcidas aos membros, caso seja a opção em assembleia.

As taxas para depósitos foram estimadas da mesma maneira para as cooperativas e os bancos comerciais, como visto em (3).

$$dep = \frac{despcapt}{D} \quad (3)$$

Onde $despcapt$ é o total de despesas com captação (conta 81100008).

Da mesma forma, a fórmula (4) foi utilizada para estimar as taxas cobradas sobre os empréstimos nas cooperativas e bancos.

$$emp = \frac{rendopcred}{E} \quad (4)$$

Sendo $rendopcred$ as rendas obtidas sobre as operações de crédito (conta 71100001) pela instituição financeira.

Por fim, a proporção de renda retornada aos tomadores de empréstimo pode ser estimada a partir da fórmula demonstrada em (5).

$$RT = \frac{sobrasacum}{rendopcred} \quad (5)$$

Com $sobras_{accum}$ sendo as sobras ou perdas acumuladas pela cooperativa (conta 6170002) no período anterior.

Foi realizado um ajuste sobre as taxas de serviços bancários para refletir a competição dos bancos com as cooperativas de crédito. As taxas dos bancos foram ponderadas por seu *market-share* em cada estado, estimado pela razão entre a quantidade de agências de determinado banco no estado e o total de agências bancárias no mesmo estado (dados do setor obtidos no *site* do Banco Central do Brasil). Este ajuste se justifica pela existência de bancos de atuação regional e pela capilaridade dos grandes bancos sobre estados específicos do país. Por exemplo, nos estados do Norte e do Nordeste os bancos mais representativos são os públicos ou de capital misto, enquanto no Sudeste há uma maior participação de bancos privados (BACEN, 2015b), o que acaba influenciando as taxas de serviços bancários em cada estado.

4.3 Modelo e procedimentos econométricos

A relação entre o entrincheiramento gerencial e a criação de valor nas cooperativas de crédito brasileiras foi testada a partir do modelo econométrico apresentado em (6).

$$V = \alpha + \beta_1 E + \beta_2 idade + \beta_3 ROA + \beta_4 cresc_{rec} + \beta_5 cst_{adm} + \beta_6 dep + \beta_7 ID + \gamma_{categ} + \varepsilon \quad (6)$$

A criação de valor pela cooperativa estimado por (1) é representado pela variável V . Seguindo a proposta de trabalhos anteriores como Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009) e Chang e Zhang (2015), para destacar a criação de valor em comparação com cooperativas de características similares, o valor criado pela cooperativa foi subtraído pela mediana da categoria da cooperativa. O Banco Central do Brasil categoriza as cooperativas pela permissão para atuar em operações diversas (BACEN, 2015a). As capital e empréstimo realizam empréstimos sem receber depósitos e tendem a ser pequenas cooperativas de funcionários de empresas; as clássicas passam a receber depósitos, exigindo vínculos ou não; e as plenas podem realizar operações complexas, como as envolvendo câmbio, sendo em sua maioria compostas por cooperativas de livre admissão. Também seguindo Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009), a criação de valor ajustada pela subtração da mediana foi padronizada para reduzir distorções quanto ao tamanho dos valores, optando-se pela raiz cúbica pela presença de valores negativos.

Além da variável E de entrincheiramento gerencial proveniente do índice, foram usados uma série de controles utilizados por estudos como Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009) e

Gompers, Ishii e Metrick (2003). No caso, *idade* é a idade da cooperativa, representada pelo logaritmo natural de sua idade em anos, e indica a sua consolidação; *ROA* é o retorno sobre o ativo, mensurado pela divisão das sobras pelo ativo; *cresc_rec* é a taxa de crescimento das receitas nos 2 anos anteriores e indica o crescimento de suas atividades; *cst_adm* são os custos administrativos ponderados pelo ativo e mensuram os gastos com capital humano; e *dep* é o logaritmo natural da quantidade de dependências (as sede, agências e postos de atendimento) da cooperativa, que representa o alcance de suas operações. Para controlar características das cooperativas de crédito foram utilizados mais dois conjuntos de variáveis. *ID* é o índice de dominância, sendo estimado pela subtração de *BMLD* por *BMLE*, dividido pelo desvio padrão desta subtração. O índice de dominância indica se a cooperativa é voltada aos emprestadores ou aos depositantes (BREISSAN et al., 2013). Por fim, para captar características não observáveis sobre as categorias existentes foram utilizadas *dummies* de identificação representadas por *categ*.

A estimação do modelo (6) foi realizada pelas técnicas de MQO e MQ2E. A opção de utilizar a técnica de MQ2E se deve a possibilidade de problemas de endogeneidade, quando a premissa de ausência de correlação entre uma variável explicativa e o resíduo é violada (GREENE, 2002). Problemas de endogeneidade são comuns em pesquisas associando variáveis de governança corporativa e valor principalmente pela existência de variáveis omitidas (CHANG; ZHANG, 2015). Porém, embora os instrumentos dos MQ2E teoricamente resolvam a endogeneidade, a utilização de instrumentos fracos pode inflar variância das variáveis utilizadas e gerar estimadores mais enviesados que os de MQO (GREENE, 2002). Portanto, neste trabalho ambas as técnicas foram utilizadas.

A mediana do índice de entrincheiramento dentro de cada sistema cooperativista de crédito foi a variável instrumental escolhida para tratar a endogeneidade, esperando reduzir o problema de variáveis omitidas. Para Brickley, Smith e Zimmerman (2008), além das concessões dos proprietários, um dos principais fatores a determinar a concessão de poder aos gestores é a imposição institucional. No caso brasileiro, os estatutos das cooperativas costumam seguir padrões de acordo com os sistemas aos quais fazem parte. Portanto, é esperado que o entrincheiramento das cooperativas dentro de cada sistema apresente similaridades, com qualquer diferença se originando na escolha dos cooperados em fortalecer ou limitar os executivos. Então, considera-se que o valor de entrincheiramento mediano seja aquele esperado pelo pertencimento a um sistema, com qualquer variação decorrente da opção dos cooperados em fortalecer ou restringir os gestores. Neste caso, os instrumentos auxiliam a retirar a

influência institucional do sistema sobre o entrenchamento na cooperativa, omitida no modelo de MQO.

A consistência dos modelos foi avaliada pelo teste de Hausman, cuja rejeição da hipótese nula indica a inconsistência dos estimadores de MQO e a adequação dos obtidos pelo método de MQ2E (GREENE, 2002). A validação instrumentos foi realizada pelo teste de Kleibergen-Paap, cuja estatística F aponta a validade do pressuposto de correlação entre instrumento e variável endógena, e a rejeição da hipótese nula indica a ausência de correlação entre instrumento e termo de erro (KLEIBERGEN; PAAP, 2006). A estatística F mínima para o teste de Kleibergen-Paap foi 16,38, como indicado por Stock, Wright e Yogo (2002). O fator de inflação da variância (FIV) verificou a possibilidade multicolinearidade, quando a correlação entre as variáveis do modelo é alta. O FIV cresce com o aumento da multicolinearidade, sendo 1 a ausência completa do problema e valores acima de 10 como problemáticos (GREENE, 2002). Os testes de Breusch-Pagan (para MQO) e Pagan-Hall (para MQ2E) foram realizados para verificar a heterocedasticidade, quando a variância dos erros em cada observação não é constante. A rejeição da hipótese nula de ambos os testes indica a heterocedasticidade, que pode ser corrigida pelo uso de regressões robustas (GREENE, 2002).

4.4 Descrição da amostra utilizada

A Tabela 1 contém a estatística descritiva das 1.028 cooperativas utilizadas na pesquisa, considerando o ano de 2016.

Tabela 1 – Estatística descritiva da amostra

	Média	Mediana	Coefficiente de Variação	Máximo	Mínimo
Ativo Total (mil R\$)	148.876,31	36.512,11	2,28	4.775.381,66	151,69
Idade (anos)	23,08	20	0,56	114	1
Operações de Crédito (mil R\$)	74.720,81	20.330,69	2,30	2.619.480,86	47,09
Depósitos (mil R\$)	87.918,32	18.354,66	2,29	2.720.215,03	0
Receitas Operacionais (mil R\$)	34.022,03	7.632,44	2,29	798.664,90	12,45
Retorno sobre o Ativo Total	46,61%	40,39%	0,54	275,97	1,75
Custo Administrativo	9,90%	7,40%	0,88	81,42	0,38
Dependências (quantidade)	5,73	1	1,65	96	1

Fonte: dados da pesquisa.

O valor médio das cooperativas da amostra apresenta um tamanho, mensurado pelo ativo total, de 148,8 milhões de reais, a idade de 23 anos de idade e a geração de cerca de 34 milhões de reais em receitas. O total em depósitos realizados na cooperativa era, em média, de 87,9 milhões de reais, maior que o total em empréstimos de 74,7 milhões de reais. O retorno

sobre o ativo total indica que as cooperativas em média geravam em sobras a disposição dos cooperados 46,61% do total em ativos da cooperativa. Também, os custos vinculados a administração correspondiam a 9,9% do ativo total. Por fim, em média as cooperativas mantinham aproximadamente 6 dependências em sua área de atuação. Porém, a diferença entre a média e a mediana, assim como a distância entre os valores máximo e mínimo indicam que, possivelmente, a amostra contém cooperativas de características muito distintas entre si. O coeficiente de variação corrobora esta possibilidade pelos valores altos para todas as características descritas, principalmente quanto as variáveis financeiras. A discrepância em relação à média pode levar a inferências distorcidas pela presença de valores muito grandes e muito pequenos, mesmo entre cooperativas com as mesmas características operacionais ou exigências para associação.

5 RESULTADOS E DISCUSSÃO

A Tabela 2 apresenta a distribuição das cooperativas de crédito pelos níveis de entrincheiramento gerencial. Além da distribuição para toda a amostra, a descrição também foi realizada separando as cooperativas entre aquelas que o Banco Central do Brasil exige, ou não, estruturas específicas de governança corporativa, e se a cooperativa exige algum vínculo em comum para associação. Os parênteses contêm a quantidade de cooperativas com determinado nível de entrincheiramento. Por fim, o teste exato de Fisher verificou se há relação entre a categorização pela legislação e pelo requisito para associação e o nível de entrincheiramento.

Tabela 2 – Distribuição das cooperativas de crédito em cada nível de entrincheiramento

Nível de Entrincheiramento	Amostra	Legislação		Requisito para Associação	
		Bacen	Sem Exigência	Livre Admissão	Vínculo em Comum
1	17,7% (182)	13,3% (58)	20,9% (124)	6,6% (20)	22,4% (162)
2	40,4% (415)	47,9% (209)	34,8% (206)	46,1% (140)	38,0% (275)
3	35,5% (365)	38,3% (167)	33,4% (198)	47,4% (144)	30,5% (221)
4	5,6% (58)	0,5% (2)	9,5% (56)	-	8,0% (58)
5	0,8% (8)	-	1,4% (8)	-	1,1% (8)

Teste exato de Fisher (p-valor) para exigência da legislação: 0,000***

Teste exato de Fisher (p-valor) para requisito para associação: 0,000***

Observações: *** indica relação entre as variáveis com significância a 1%. Bacen indica o grupo de cooperativas que devem, obrigatoriamente, aderir a norma do Banco Central do Brasil sobre a existência conjunta de um Conselho de Administração e uma Diretoria Executiva. O teste exato de Fisher tem como hipótese nula a independência das proporções de uma variável em relação a uma segunda variável categórica (FLEISS; LEVIN; PAIK, 2003).

Fonte: o autor, utilizando dados dos estatutos das cooperativas.

Cerca de 93% das cooperativas brasileiras apresentam níveis baixos (1 e 2) ou médios (3) de entrincheiramento gerencial. Mesmo que os vínculos em comum criem confiança dos cooperados em seus gestores, isto não se reflete na concessão de poder aos executivos. Entretanto, este resultado pode ser influenciado pela legislação, que se sobrepõe ao interesse dos cooperados em fortalecer um gestor ao qual confiam, e pela dispersão dos membros, que diminuem a confiança implícita existente nas relações da cooperativa. Neste sentido, o teste de Fisher indica que há relação entre os tipos de agrupamento e o nível de entrincheiramento, que tende a ser diferente de acordo com características que dividem os grupos.

A maior parte das cooperativas exigidas pelo Banco Central do Brasil a não ter dualidade detinham níveis 2 e 3 de entrincheiramento (86,2% de um total de 436 cooperativas), subindo para 99,5% considerando o nível 1. Embora as cooperativas fora da exigência das normas também estejam concentradas nos níveis 2 e 3 de entrincheiramento (os níveis somam 68,2%), a frequência é menor do que caso das que recebem exigências. Além disto, as cooperativas

livres da exigência contra a dualidade apresentam melhor distribuição nos níveis de entrincheiramento, o que pode representar a liberdade dos associados em estipular o fortalecimento do gestor. A dispersão entre os membros, que em tese reduz a confiança, apresentou resultados similares, com quase a totalidade (93,5%) das cooperativas de livre admissão tendo níveis 2 ou 3 de entrincheiramento. Entretanto, ressalta-se que há possibilidade de sobreposição entre o grupo de livre admissão e o com exigência da legislação. Mesmo que haja a sobreposição, porém, 22,4% das cooperativas com algum requisito para associação apresentavam nível 1 de entrincheiramento. No caso, ao contrário da teoria, os vínculos em comum entre os membros podem não ter bastado para que os executivos fossem fortalecidos.

A frequência de ocorrência de cada item do índice de entrincheiramento está na Tabela 3. A tabela também contém a frequência em cada modelo de governança, que pode interferir na ocorrência de cada item – principalmente no caso da dualidade, devido a legislação. O teste exato de Fisher foi realizado verificou a relação entre cada item e o modelo de governança.

Tabela 3 – Frequência de ocorrência dos itens do índice

Item do Índice	Amostra	Modelo de Governança		
		Somente CA	Somente DE	CA e DE
Dualidade (órgão)	62,0% (637)	37,6% (96)	100% (171)	61,5% (370)
Dualidade (presidência)	40,2% (413)	31,8% (81)	100% (171)	26,7% (161)
Mandato	61,0% (627)	69,0% (176)	7,6% (13)	72,8% (438)
Conselhos Escalonados	14,5% (149)	3,1% (8)	79,5% (136)	0,8% (5)
Limites contra Candidaturas	53,8% (553)	21,6% (55)	43,9% (75)	70,3% (423)
Teste exato de Fisher (p-valor) para dualidade (órgão): 0,000***				
Teste exato de Fisher (p-valor) para dualidade (presidência): 0,000***				
Teste exato de Fisher (p-valor) para mandato: 0,000***				
Teste exato de Fisher (p-valor) para conselhos escalonados: 0,000***				
Teste exato de Fisher (p-valor) para limites contra candidaturas: 0,000***				

Observações: *** indica relação entre as variáveis com significância a 1%. CA é a sigla para Conselho de Administração e DE a sigla para Diretoria Executiva.

Fonte: dados da pesquisa.

Os dois itens mais frequentes são os referentes a dualidade junto ao principal órgão de controle (62,0%) e a possibilidade de se manter no cargo por períodos indefinidos (61,0%). Entretanto, o caso da dualidade é influenciado pelas cooperativas com apenas uma Diretoria Executiva, cujo principal gestor é, invariavelmente, o presidente do órgão. Por sua vez, a ausência de limitações contra o período no mandato costuma ser mais frequente quando a cooperativa mantém um Conselho de Administração (69,0% quando há apenas o Conselho de Administração e 72,8% quando em conjunto com uma Diretoria Executiva). Neste sentido, há uma divergência sobre possíveis limitações na troca de membros dos órgãos de controle. Enquanto as cooperativas que preveem a existência de um Conselho de Administração recebem

imposição da legislação para que haja uma troca mínima de 1/3 dos conselheiros a cada eleição, os 2/3 restantes podem, em tese, se manter indefinidamente no cargo pela ausência de cláusulas contra candidaturas consecutivas. Por outro lado, quando a cooperativa mantém apenas uma Diretoria Executiva não há necessidade de cláusulas contra longos mandatos pela inexistência da imposição de troca mínima dos diretores. Destaca-se, por fim, os limites contra candidaturas nas cooperativas que mantém ambos os órgãos em sua estrutura (estes limites existem em 70,3% dos estatutos). Estas cooperativas podem estar exigindo capacitações específicas por atuarem em atividades bancárias mais complexas.

A criação de valor por nível de entrincheiramento está descrita na Tabela 4. Além da estatística descritiva, foram realizados a análise de variância (ANOVA) e o teste de Kruskal-Wallis para avaliar se o valor criado é estatisticamente diferente em cada nível de entrincheiramento.

Tabela 4 – Criação de valor por nível de entrincheiramento

Nível de Entincheiramento	Média (mil R\$)	Mediana (mil R\$)	Coefficiente de Variação	Máximo (mil R\$)	Mínimo (mil R\$)
1	-5.759,99	-759,11	-3,97	172.804,19	-129.977,01
2	-26.583,07	-4.993,32	-3,05	194.236,98	-1.055.753,79
3	-16.158,37	-4.448,73	-2,10	11.979,20	-349.767,10
4	-3.223,07	428,33	-6,12	4.594,64	-106.884,64
5	342,12	161,96	1,15	979,65	-91,02

ANOVA (p-valor): 0,000***

Kruskal-Wallis (p-valor): 0,000***

Observação: *** indica rejeição da igualdade entre o valor médio dos grupos a 1%. O teste ANOVA é paramétrico, ou seja, a possível diferença estatística apontada em seu resultado toma como base a média dos grupos, enquanto o teste de Kruskal-Wallis é não-paramétrico e utiliza como parâmetro a mediana dos grupos. Em ambos os testes, a hipótese nula é de igualdade das médias ou medianas, neste caso do valor, entre os grupos da amostra (SIEGEL; CASTELLAN JR, 1988).

Fonte: dados da pesquisa.

Em média houve criação de valor apenas no grupo com nível máximo de entrincheiramento, composto por apenas 8 cooperativas. Em todos os demais houve destruição do valor criado, a se destacar nos níveis 2 e 3 (-26.583,07 mil reais e -16.158,37 mil reais, respectivamente), que correspondem a cerca de 75% da amostra. Considerando que o modelo de criação de valor envolve a diferença entre as taxas praticadas pela cooperativa e as dos bancos comerciais, infere-se que as cooperativas não estejam oferecendo serviços vantajosos aos seus membros. Tanto o resultado da análise de variância, quanto o do teste de Kruskal-Wallis indicam que há diferença estatística entre os níveis de entrincheiramento, sem apontar, entretanto, se o nível de entrincheiramento atua como determinante ou o sentido de uma possível relação. Porém, a variação em torno da média do valor criado em cada nível de entrincheiramento é alta, como apontado pelo coeficiente de variação e pelos valores máximo

e mínimo, o que indica que mesmo dentro de determinado nível de entrincheiramento há cooperativas com criação de valor muito distintas entre si.

Os resultados para as estimações em MQO e MQ2E do modelo (6), considerando o ano de 2016, estão na Tabela 5. As estimações foram realizadas com erros-padrão robustos, devido a heterocedasticidade apontada nos testes de Breusch-Pagan e Pagan-Hall. O erro padrão de cada variável está dentro dos parênteses, abaixo dos coeficientes.

Tabela 5 – Resultados das estimações do modelo econométrico

	MQO	MQ2E	
	Valor	Índice	Valor
Entincheiramento	-15,58 (6,33**)		-138,67 (19,48***)
Mediana do Sistema		0,46 (0,03***)	
Idade	9,94 (11,48)	0,02 (0,05)	28,50 (13,27**)
Retorno sobre o Ativo Total	-87,94 (39,79**)	0,24 (0,16)	-66,18 (36,98*)
Crescimento das Receitas	15,32 (7,58**)	0,07 (0,04**)	31,12 (9,71***)
Custos Administrativos	125,50 (103,37)	-0,40 (0,57)	150,77 (112,87)
Dependências	-126,15 (5,92***)	0,00 (0,02)	-120,25 (6,74***)
Índice de Dominância	216,79 (134,32)	-0,03 (0,55)	120,32 (83,68)
<i>Capital e Empréstimo</i>	-333,86 (63,87***)	0,53 (0,13***)	-235,37 (68,23***)
<i>Clássica</i>	-260,52 (62,14***)	-0,00 (0,10)	-235,83 (62,97***)
Constante	387,17 (74,73***)	1,01 (0,18***)	557,57 (78,61***)
Observações	1.028		1.028
R ²	0,356		0,172
Significância global (p-valor)	0,000***		0,000***
Hausman (p-valor)			0,000***
FIV	2,94		8,72
Heterocedasticidade (p-valor)	0,000***		0,000***
Kleibergen-Paap (F)	-		171,96***

Observações: *** indica significância a 1%, ** significância a 5%, e * significância a 10%. As variáveis em itálico são *dummies*. Em MQO estão os resultados para a estimação por mínimos quadrados ordinários, enquanto em MQ2E estão os resultados para o primeiro estágio (Índice) e o segundo estágio (Valor) da estimação em mínimos quadrados em dois estágios.

Fonte: dados da pesquisa.

Ambas as estimações apresentaram uma relação negativa entre o entincheiramento gerencial e o valor criado pelas cooperativas de crédito. Sobre a validade dos modelos, ambos apresentaram significância global (estatísticas F de 64,65 para MQO e 62,47 para MQ2E), com o modelo MQO poder explicativo sobre a variação da criação de valor de 0,356 e o modelo MQ2E de 0,172. Também, ainda que o modelo MQ2E tenha apresentado um valor maior para seu FIV (8,72), os dois modelos se mantiveram abaixo de 10, valor máximo aceitável para a

multicolienaridade. Além disto, o teste de Hausman indicou os estimadores obtidos pelo modelo de MQ2E, que visou retirar a influência do sistema sobre o índice de entrincheiramento, como mais consistentes para a análise (o teste de Kleibergen-Paap validou os instrumentos com a estatística F de 171,96). De fato, o coeficiente do índice de entrincheiramento no modelo MQ2E foi mais destacado (-138,67 em MQ2E, -15,58 em MQO), além de apresentar maior significância (1%, contra 5% em MQO), indicando que a retirada do efeito do sistema evidencia ainda mais o impacto do fortalecimento dos executivos sobre a destruição de valor.

Os resultados das estimações apontam que, mesmo sob um contexto social onde, em tese, existem relações pautadas pela confiança geradas pela identificação e proximidade dos indivíduos, o fortalecimento dos gestores, de maneira genérica, traz efeitos negativos sobre a cooperativa. Os resultados alinham o caso das cooperativas de crédito brasileiras aos das empresas de capital aberto, com a relação negativa respaldada pela teoria da agência. Estes resultados reforçam a necessidade de se conter o fortalecimento dos gestores, como ocorre a partir das normas do Banco Central do Brasil que impedem a dualidade em cooperativas de grande porte e com permissão para operações complexas. Também, é possível relacionar estes resultados aos pressupostos de baixo monitoramento e incentivo ao gestor para que aja de maneira oportuna devido a dispersão da propriedade e ao caráter de cliente do cooperado (ANG; COLE; LIN, 2000; PORTER; SCULLY, 1987), ou ao baixo nível técnico e falta de interesse em desenvolvê-lo (CARVALHO et al., 2015).

5.1 Análise de robustez

Alguns aspectos podem ser investigados para verificar a robustez da associação negativa identificada entre entrincheiramento e valor. No caso, questões envolvendo o tempo em que a relação ocorre e a utilização de modelos econométricos baseados na média mesmo com variáveis com valores muito amplos, como é o caso da amostra utilizada.

Mitchell e James (2001) apresentam questões sobre a especificação adequada do tempo aplicáveis na relação entre entrincheiramento e valor. Para investigar tal ameaça, no presente estudo a persistência da associação ao longo do tempo foi investigada pela estimação em uma regressão *pooled*, com *dummies* para controlar características não observáveis em cada ano, utilizados observações das cooperativas desde a aprovação do estatuto vigente em 2016. Também, o momento do efeito do entrincheiramento no valor foi investigado pelo uso do valor criado no ano seguinte a adoção do estatuto, quando novos termos podem ter sido aprovados pelos cooperados. Por fim, foram identificados altos coeficientes de variação e valores extremos

distantes entre si na caracterização das cooperativas, que podem reduzir a qualidade de inferências baseadas na média (GREENE, 2002). Neste caso, a regressão quantílica pela mediana, com dados de 2016, complementa as inferências sobre as regressões de MQO e MQ2E por não receber influência de *outliers*.

A Tabela 6 contém os resultados para as regressões *pooled*, com variável de entrincheiramento defasada um ano em relação ao valor, e a envolvendo medianas. Como o teste de Hausman rejeitou a consistência dos estimadores de MQO e os instrumentos foram validados pelo teste de Kleibergen-Paap, os resultados apresentados para as regressões *pooled* e com variável defasada são a estimação MQ2E robusta, pela presença de heterocedasticidade detectada pelo teste de Pagan-Hall.

Tabela 6 – Estimações *pooled*, com variável defasada e pela mediana

	<i>Pooled</i>		Variável Defasada		Mediana
	Índice	Valor	Índice	Valor	Valor
Entincheiramento		-132,06 (15,60***)		-144,79 (28,73***)	-6,26 (2,31**)
Mediana do Sistema	0,37 (0,03***)		0,38 (0,05***)		
Idade	-0,01 (0,03)	1,31 (7,84)	-0,03 (0,06)	-4,46 (15,86)	12,01 (8,21)
Retorno sobre o Ativo Total	0,25 (0,11**)	-44,24 (19,52**)	0,41 (0,23*)	-100,03 (59,21*)	-42,31 (18,40**)
Crescimento das Receitas	0,01 (0,00***)	0,03 (0,00***)	0,07 (0,04*)	18,84 (8,72**)	6,80 (10,49)
Custos Administrativos	-0,58 (0,29*)	116,53 (55,76**)	-0,77 (0,56)	210,95 (136,54)	-48,67 (5,77***)
Dependências	0,01 (0,02)	-116,45 (4,35***)	0,02 (0,03)	-119,70 (8,70***)	-168,18 (7,16***)
Índice de Dominância	-0,33 (0,17**)	30,76 (29,06)	-0,60 (0,30**)	108,96 (78,60)	22,65 (187,88)
Capital e Empréstimo	0,57 (0,07***)	-218,55 (38,78***)	0,69 (0,14***)	-256,21 (71,96***)	-410,58 (182,61**)
Clássica	0,05 (0,05)	-207,91 (35,35***)	0,12 (0,10)	-253,04 (63,21***)	-251,17 (181,35)
Dummies de ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Não
Constante	1,07 (0,30***)	515,35 (67,97***)	1,14 (0,46**)	661,50 (143,51***)	413,67 (183,50***)
Observações	2.253		595		1.028
R ²	0,118		0,130		0,313
Significância global (p-valor)	0,000***		0,000***		-
Hausman (p-valor)	0,000***		0,017**		-
FIV	8,26		8,54		-
Heterocedasticidade (p-valor)	0,000 ***		0,000***		-
Kleibergen-Paap (F)	214,14***		65,99***		-

Observações: *** indica significância a 1%, ** significância a 5%, e * significância a 10%. Em *Pooled*, Índice contém os resultados para o primeiro estágio da estimação em mínimos quadrados em dois estágios a partir de um painel *pooled*, enquanto Valor contém os resultados para o segundo estágio. O mesmo vale para Variável Defasada, que contém os resultados de ambos os estágios para a estimação utilizando o valor criado no ano seguinte a aprovação do estatuto. Por fim, em Mediana estão os resultados para a estimação quantílica com base na mediana das observações.

Fonte: dados da pesquisa.

A associação negativa entre entrincheiramento e criação de valor se sustentou em todas as análises de robustez dos resultados. A questão temporal não interfere nos resultados obtidos, destacando, na verdade, o efeito negativo do entrincheiramento quando se utilizou o valor criado no ano seguinte a aprovação do estatuto por apresentar um coeficiente ligeiramente maior do que o obtido na regressão utilizando dados para o ano de 2016 (-144,79 contra -138,67 para o ano de 2016). Também, ainda que os valores dos controles variem com o passar dos anos, a regressão *pooled* indica que o nível de entrincheiramento, mesmo fixo nesta análise, manteve seu impacto negativo sobre a criação de valor nas cooperativas. Reitera-se que ambas as estimações apresentaram significância global e valores de FIV dentro do mínimo exigido de 10. Por fim, o índice de entrincheiramento se manteve como significativo na predição do valor mediano da amostra de forma similar ao ocorrido na estimação MQO.

5.2 Análises complementares

Após identificar a relação negativa entre entrincheiramento e valor nas cooperativas de crédito brasileiras, análises complementares foram realizadas para verificar a associação em situações específicas. Foram considerados o papel da legislação e dos vínculos em comum, fatores relacionados ao nível de entrincheiramento das cooperativas, além de uma investigação da relação entre os itens isoladamente e a criação de valor.

A legislação é apontada por Brickley, Smith e Zimmerman (2008) como um fator determinante a delegação de poder aos executivos. Nas cooperativas de crédito brasileiras foi observado que aquelas que recebiam restrições da normatização do Banco Central do Brasil sobre a dualidade praticamente não possuíam níveis de entrincheiramento acima de 3, pelo impedimento legal de prever os dois itens referentes à dualidade em estatuto. Entretanto, Brickley, Smith e Zimmerman (2008) e Davis, Schoorman e Donaldson (1997) apontam que cada organização tem características próprias a serem levadas em consideração pelos proprietários na delegação de poder aos gestores para que haja criação de valor, portanto a legislação pode estar interferindo no nível a ser alcançado.

As estimações da Tabela 7 foram realizadas com amostras separadas pela normatização do Banco Central do Brasil contra a dualidade. Considera-se que os membros das cooperativas fora da imposição teriam liberdade para escolher o nível de fortalecimento dos executivos para que haja alguma criação de valor, que pode estar sendo restringido pelas normas. Os resultados apresentados são os do segundo estágio de MQ2E robusta pela heterocedasticidade identificada

pelo teste de Pagan-Hall e pelos estimadores deste modelo serem apontados pelo teste de Hausman como mais consistentes, com instrumentos validados.

Tabela 7 – Estimações MQ2E separando a amostra de acordo com a legislação

	Normatização do Banco Central do Brasil			
	Dentro da Norma		Fora da Norma	
	Índice	Valor	Índice	Valor
Entrincheiramento		-199,45 (63,92***)		-73,80 (13,57***)
Mediana do Sistema	0,33 (0,05***)		0,53 (0,05***)	
Idade	-0,04 (0,08)	48,98 (30,63)	0,03 (0,06)	40,65 (10,79***)
Retorno sobre o Ativo Total	0,53 (0,28*)	-276,47 (166,39*)	0,09 (0,22)	-21,53 (24,08)
Crescimento das Receitas	-1,19 (0,41***)	98,34 (183,65)	0,09 (0,05*)	23,88 (7,90***)
Custos Administrativos	-0,58 (1,65)	892,45 (633,43)	-0,29 (0,60)	-142,52 (69,19**)
Dependências	0,08 (0,03**)	-70,93 (13,32***)	-0,24 (0,06)	-50,03 (11,82***)
Índice de Dominância	0,78 (1,97)	3.052,11 (819,96***)	0,11 (0,50)	69,35 (71,34)
<i>Capital e Empréstimo</i>	-	-	0,45 (0,09***)	-75,23 (14,66***)
<i>Clássica</i>	0,18 (0,11*)	-259,50 (75,23***)	-	-
Constante	1,18 (0,28***)	608,30 (175,17***)	0,94 (0,18***)	190,57 (31,05***)
Observações		436		592
R ²		0,366		0,250
Significância global (p-valor)		0,000***		0,000***
Hausman (p-valor)		0,078*		0,001***
FIV		8,61		5,31
Heterocedasticidade (p-valor)		0,000***		0,000***
Kleibergen-Paap (F)		37,12***		127,62***

Observações: *** indica significância a 1%, ** significância a 5%, e * significância a 10%. Dentro da Norma indica que a cooperativa tem características que a colocam dentro do grupo que deve acatar a norma do Banco Central do Brasil sobre a existência conjunta de um Conselho de Administração e uma Diretoria Executiva, enquanto fora da norma é o agrupamento de cooperativas que não recebem esta imposição normativa. Índice contém os resultados para o primeiro estágio da estimação em mínimos quadrados em dois estágios, enquanto valor os resultados para o segundo estágio.

Fonte: dados da pesquisa.

Em ambas as amostras a associação negativa entre o fortalecimento do gestor e a criação de valor se manteve, reforçando a visão de que o entrincheiramento é prejudicial as organizações. Houve validação das estimações em suas significâncias globais (13,97 para o grupo dentro da legislação e 21,39 para o grupo sem exigências) e valores de FIV abaixo de 10. Porém, o efeito do entrincheiramento sobre a destruição de valor é mais acentuado no grupo de cooperativas que devem acatar a norma do Banco Central do Brasil sobre a dualidade, com um coeficiente de -199,45. Por se tratarem de cooperativas de grande porte, esta pode ser, novamente, uma evidência de que gestores protegidos em seu cargo tendem a desempenhar

abaixo do esperado. Outra questão a ser levantada envolve o nível de complexidade das operações destas cooperativas, que podem ter gestores protegidos não aptos a desempenhar estas tarefas que tendem a exigir capacitação alta.

A proximidade e a identificação provenientes dos vínculos em comum tendem a criar confiança nas relações entre os membros, inclusive com os executivos (AMESS; HOWCROFT, 2001). Foi observado que exigir ou não algum critério para associação se relaciona ao nível de entrincheiramento. Porém, as cooperativas com vínculos em comum apresentam maior frequência de baixo entrincheiramento (nível 1) do que as que são abertas a quaisquer interessados, que tem sua propriedade dispersa e, teoricamente, são um ambiente propício a ações oportunistas dos gestores (ANG; COLE; LIN, 2000).

Neste sentido, a Tabela 8 contém os resultados para estimações em amostras separadas pela exigência de algum vínculo em comum para associação à cooperativa. Entende-se que o entrincheiramento é condicionado pela confiança existente no ambiente organizacional, sendo alta na existência de vínculos em comum, mas seu efeito depende do comportamento do gestor. No caso, as cooperativas de livre admissão não apresentam vínculos em comum e sua propriedade é muito dispersa, podendo gerar incentivos para a atuação oportuna do gestor. Seria esperado que o impacto do entrincheiramento seja maior nas cooperativas de livre admissão. Os resultados da tabela são referentes a MQO robusta, pois o teste de Hausman não rejeitou a consistência de seus estimadores, mas o teste de Breusch-Pagan detectou a heterocedasticidade.

Tabela 8 – Estimações MQO separando a amostra pela exigência de vínculos para admissão

	Exigência para Associação	
	Livre Admissão	Vínculo em Comum
Entrincheiramento	11,59 (17,93)	-16,36 (6,48**)
Idade	68,29 (29,63**)	-1,42 (12,72)
Retorno sobre o Ativo Total	-208,20 (130,71**)	-76,64 (34,20**)
Crescimento das Receitas	25,16 (7,32***)	18,98 (10,17*)
Custos Administrativos	901,31 (455,11**)	54,81 (89,88)
Dependências	-100,22 (9,87***)	-125,12 (11,23***)
Índice de Dominância	2.513,95 (759,74***)	187,46 (93,46*)
<i>Capital e Empréstimo</i>	-	-102,79 (193,33)
<i>Clássica</i>	-333,62 (68,04***)	-22,71 (193,20)
Constante	168,32 (132,22)	198,78 (200,89)
Observações	304	724
R ²	0,334	0,242
Significância global (p-valor)	0,000***	0,000***
Hausman (p-valor)	0,241	0,114
FIV	1,40	7,61
Heterocedasticidade (p-valor)	0,000***	0,000***

Observações: *** indica significância a 1%, ** significância a 5%, e * significância a 10%. Livre Admissão contém os resultados para o grupo composto por cooperativas que não exigem critérios específicos para um indivíduo se tornar cooperado, enquanto Vínculo em Comum é o grupo das cooperativas que exigem alguma atividade específica, como ser produtor rural ou ser funcionário de determinada empresa.

Fonte: dados da pesquisa.

A associação negativa identificada na amostra de cooperativas com requisitos para associação é mais uma evidência de que, mesmo em ambientes com indivíduos próximos há destruição de valor decorrente do fortalecimento gerencial. Ressalta-se que entre as estimações MQO a envolvendo estas cooperativas foi a que apresentou menor poder explicativo, com um R² de 0,242 (a estimação para a amostra geral apontou um R² de 0,356). Porém, a significância da relação deixa de existir quando se considera apenas as cooperativas de livre admissão, em um contraponto ao esperado pela dispersão de seus membros. O desaparecimento da associação neste tipo de cooperativa leva a inferência de que fatores como a consolidação em suas regiões de atuação (visto pela idade) ou seu tamanho sejam fatores mais importantes para a criação de valor do que o nível de delegação de poder ao gestor. Outra possível explicação é a similaridade com os bancos comerciais (MCKILLOP; WILSON, 2015). Mesmo que a associação seja aberta, estas cooperativas podem possuir processos mais profissionais e imparciais, que reduzem o risco em suas operações e as aproximando dos valores ideais a serem oferecidos aos cooperados. Assim, a destruição de valor poderia estar sendo contida de maneira independente

ao nível de poder da gestão. Reforça-se que ambos as estimações apresentaram significância global e multicolinearidade dentro do valor aceitável, que desvincula a falta de significância no caso da livre a admissão a um possível viés proveniente de algum problema de modelagem.

Por fim, os itens do índice são provenientes de estudos que os classificaram como fontes de fortalecimento ou proteção do gestor. Embora tenha sido identificada uma relação negativa entre o índice de entrincheiramento e a criação de valor, Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009) apontam que cada provisão em estatuto pode ter um efeito específico quando considerada isoladamente, ou que algumas provisões importam mais que as outras na determinação do efeito do entrincheiramento sobre a criação de valor.

Os resultados para estimações utilizando *dummies* de cada item do índice estão na Tabela 9. A primeira coluna contém todos os itens em conjunto, e permite avaliar a associação de cada um com o valor criado. As colunas seguintes são as estimações para cada item isoladamente. Pelo instrumento ter sido baseado no índice como um todo, todas as estimações foram realizadas a partir de MQO. Também, todas as regressões foram robustas pela heterocedasticidade ter sido detectada pelo teste de Breusch-Pagan.

Tabela 9 – Estimações MQO para os itens do índice em conjunto e isoladamente

	Conjunto		Isoladas			
Dualidade junto ao órgão	-35,34 (16,03**)	-21,86 (12,05*)				
Dualidade na presidência	54,82 (32,43*)		6,11 (11,66)			
Mandato	33,86 (29,22)			-1,99 (11,54)		
Conselhos Escalonados	29,46 (15,66*)				33,63 (14,27**)	
Limites a Candidaturas	-39,36 (12,37***)					-42,45 (12,34***)
Idade	11,26 (11,43)	8,54 (11,52)	7,39 (11,48)	7,50 (11,48)	6,54 (11,48)	11,23 (11,40)
Retorno sobre o Ativo Total	-82,61 (38,79**)	-92,38 (40,92**)	-90,85 (41,48**)	-90,72 (41,37**)	-89,53 (41,54**)	-79,03 (38,37**)
Crescimento das Receitas	18,95 (8,65**)	14,67 (7,61**)	13,16 (7,48*)	13,25 (7,41*)	13,74 (7,56*)	16,97 (7,75**)
Custos Administrativos	119,92 (102,75)	134,57 (105,23)	122,02 (106,01)	121,82 (105,83)	111,76 (105,94)	102,19 (101,15)
Dependências	-120,27 (6,42***)	-127,32 (5,86***)	-126,53 (5,95***)	-126,79 (5,94***)	-125,42 (5,94***)	-121,98 (6,38***)
Dominância	211,65 (152,61)	223,87 (140,10)	227,84 (145,64)	228,74 (145,17)	239,24 (161,41)	216,07 (143,22)
Capital e Empréstimo	-349,97 (64,40***)	-337,59 (63,36***)	-348,46 (63,57***)	-346,93 (63,52***)	-357,44 (64,08***)	-345,40 (64,31***)
Clássica	-253,61 (62,88***)	-259,22 (61,85***)	-263,79 (62,27***)	-263,70 (62,21***)	-262,06 (62,38***)	-261,61 (62,88***)
Constante	332,86 (80,83***)	370,97 (74,27***)	363,97 (74,88***)	367,16 (74,10***)	363,87 (74,54***)	367,04 (74,73***)
Observações	1.028	1.028	1.028	1.028	1.028	1.028
R ²	0,355	0,353	0,353	0,355	0,355	0,361
Significância global (p-valor)	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***
FIV	4,46	2,93	2,93	2,93	2,97	2,93
Heterocedasticidade (p-valor)	0,000***	0,000***	0,000***	0,000**	0,000***	0,000***

Observação: *** indica significância a 1%, ** significância a 5%, e * significância a 10%.

Fonte: dados da pesquisa.

O resultado mais destacado nas estimações envolvendo os itens do índice separados foi a ausência de significância de cláusulas contra a manutenção do gestor em seu cargo por períodos elevados, tanto para o modelo com todos os itens em conjunto, quanto o considerando isoladamente. Este resultado indica que o efeito da manutenção do gestor sobre em seu cargo a criação de valor não é claro. Outro resultado é a relação negativa entre os itens de dualidade junto ao principal órgão de controle (significante a 1% em conjunto com os demais itens e a 10% quando sozinha) e as limitações contra candidaturas (significância de 1% nos dois modelos), que se manteve em ambas as estimações. Em contraponto, foi identificado um impacto positivo do escalonamento dos conselhos, com 10% de significância quando em conjunto com os demais itens e 5% isolado. O caso da dualidade, entretanto, foi ambíguo ao ser identificada significância de 10% junto aos demais itens, mas deixar de ser significante

quando estimada de maneira isolada. Porém, ainda que estas estimações tragam algumas evidências sobre o impacto da existência de cada item previsto no estatuto, é preciso avaliar os resultados com parcimônia. Como apontado por Bebchuk, Cohen e Ferrell (2009), podem haver sobreposições (por exemplo, nas dualidades) e interações entre as provisões de entrincheiramento que intensificam ou reduzem as significâncias e o efeitos de cada provisão quando isolada das demais.

Embora os resultados apontem, em quase todas as estimações, a relação negativa entre um gestor entrincheirado e a criação de valor da cooperativa de crédito, algumas limitações podem ser apontadas. Podem existir divergências entre o previsto em estatuto e o que ocorre na realidade dentro de cada cooperativa de crédito. Portanto, mesmo que haja uma estimativa do entrincheiramento em cada cooperativa, os gestores podem estar mais (ou menos) fortalecidos em algumas cooperativas. Também, não houve a possibilidade de analisar a variação do nível de entrincheiramento dentro de cada cooperativa e sua possível associação com o valor por não haver acesso a mais versões dos estatutos.

6 CONCLUSÃO

Este trabalho procurou investigar a associação entre o entrincheiramento gerencial e a criação de valor nas cooperativas de crédito, um tipo organizacional com características distintas as encontradas nas empresas de capital aberto. No caso, embora evidências empíricas anteriores obtidas a partir de empresas de capital aberto tenham apontado para uma relação negativa e características organizacionais das cooperativas de crédito reforçassem esta possibilidade, outras características das cooperativas, como a identificação e a confiança, permitiam que se considerasse a relação incerta. Para alcançar este objetivo foi proposto um índice para mensurar o entrincheiramento dos gestores nestas organizações, tendo sua associação com o valor testada a partir de modelos econométricos.

Embora possam existir explicações diversas sobre a relação entre o valor criado por um gestor fortalecido em cooperativas, os resultados deste trabalho são importantes pois indicam semelhança entre tais organizações, com suas características próprias, com as empresas de capital aberto. Ou seja, há fortes indícios de que gestores muito protegidos acabam por destruir valor nas cooperativas. O próprio fortalecimento dos gestores, que em tese deveria ser comum devido à proximidade entre os membros e a identificação, não é frequente mesmo entre as cooperativas que recebem poucas imposições da legislação sobre seu nível de entrincheiramento. Outro resultado importante veio da comparação entre os coeficientes obtidos pelos métodos de MQO e MQ2E, pois evidenciaram a destruição de valor quando se retira o viés do sistema sobre o nível de entrincheiramento da cooperativa. Com as evidências deste trabalho, pode-se considerar que a pesquisa sobre organizações cooperativas possa assumir as mesmas diretrizes existentes para as empresas de capital aberto. Caso outros pressupostos existentes para as empresas de capital aberto sejam testados, pode-se continuar a avaliar a similaridade entre ambas as formas organizacionais, apesar de teoricamente serem apresentadas como distintas.

Para a prática, os resultados auxiliam a justificar a imposição de estruturas formais de governança corporativa, como as exigidas pela normatização do Banco Central do Brasil, reduzindo a subjetividade que envolve a confiança e os vínculos em comum na contenção de possíveis comportamentos oportunistas. Isto implicaria em cooperativas de crédito reforçando sua governança corporativa para que seus gestores não obtenham poder demasiado sobre as operações da empresa, ou, ao menos, que os cooperados mantenham o poder de trocar o gestor caso sintam que haja necessidade. Em tese, a pressão pela demissão ou o monitoramento

recebido por um gestor que não está entrincheirado deve força-lo a atuar de maneira adequada e buscar desenvolver suas habilidades para o cargo.

Ainda que este trabalho traga evidências empíricas para a relação negativa entre o entrincheiramento e a criação de valor nas cooperativas de crédito, a investigação desta associação pode ser aprofundada. Apesar da ausência de significância para a livre admissão, a dispersão dos membros, relacionada ao mesmo tempo a margem para ações oportunistas e baixo monitoramento e a identificação, proximidade e em tese confiança, pode ser investigada a partir de sua mensuração e estratificação. A análise estratificada da dispersão pode apresentar associações distintas a criação de valor em seus diferentes níveis. Outro aprofundamento seria explorar a interação entre os itens do índice de entrincheiramento, que pode acentuar ou restringir o efeito sobre a criação de valor. Por exemplo, a manutenção do gestor em seu cargo não apresentou significância, mas poderia intensificar o impacto da existência da dualidade.

REFERÊNCIAS

- ADAMS, R.; FERREIRA, D. A theory of friendly boards. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 1, p. 217-250, 2007.
- ADAMS, R.; HERMALIN, B.; WEISBACH, M. The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey. **Journal of Economic Literature**, v. 48, n. 1, p. 58-107, 2010.
- AMESS, K.; HOWCROFT, B. Corporate governance structures and the comparative advantage of credit unions. **Corporate Governance: An International Review**, v. 9, n. 1, p. 59-65, 2001.
- ANG, J. S.; COLE, R. A.; LIN, J. W. Agency costs and ownership structure. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 81-106, 2000.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 3.106**, de 25 de junho de 2003. Dispõe sobre os requisitos e procedimentos para a constituição, a autorização para funcionamento e alterações estatutárias, bem como para o cancelamento da autorização para funcionamento de cooperativas de crédito. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/46578/Res_3106_v1_O.pdf>. Acesso em: 18 jun. 2018.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 4.434**, de 5 de agosto de 2015. Dispõe sobre a constituição, a autorização para funcionamento, o funcionamento, as alterações estatutárias e o cancelamento de autorização para funcionamento das cooperativas de crédito e dá outras providências. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/48507/Res_4434_v1_O.pdf>. Acesso em: 09 jul. 2018.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inclusão Financeira**, volume 3, 2015. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Nor/relincofin/RIF2015.pdf>>. Acesso em 3 out. 2018.
- BANERJEE, A. V.; BESLEY, T.; GUINNANE, T. W. Thy neighbor's keeper: the design of a credit cooperative with theory and a test. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 109, n. 2, p. 491-515, 1994.
- BANERJEE, A.; MOOKHERJEE, D.; MUNSHI, K.; RAY, D. Inequality, control rights, and rent seeking: sugar cooperatives in Maharashtra. **Journal of Political Economy**, v. 109, n. 1, p. 138-190, 2001.
- BEBCHUK, L.; COHEN, A.; FERRELL, A. What matters in corporate governance? **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 2, p. 783-827, 2009.
- BLACK, H.; DUGGER, R. H. Credit union structure, growth and regulatory problems. **The Journal of Finance**, v. 36, n. 2, p. 529-538, 1981.
- BOIVIE, S.; LANGE, D.; MCDONALD, M. L.; WESTPHAL, J. D. Me or we: the effects of CEO organizational identification on agency costs. **Academy of Management Journal**, v. 54, n. 3, p. 551-576, 2011.

- BRASIL. **Lei nº 5.764**, de 16 de dezembro de 1971. Define a Política Nacional de Cooperativismo, institui o regime jurídico das sociedades cooperativas, e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 16 dez. 1971. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L5764.htm>. Acesso em: 09 jul. 2018.
- BRESSAN, V. F. G.; BRAGA, M. J.; RESENDE FILHO, M. A.; BRESSAN, A. A. Brazilian credit union member groups: borrower-dominated, saver-dominated or neutral behavior? **BAR-Brazilian Administration Review**, v. 10, n. 1, p. 40-56, 2013.
- BRICKLEY, J. A.; SMITH, C. W.; ZIMMERMAN, J. L. **Managerial Economics and Organizational Architecture**. 5. ed. New York, NY: McGraw-Hill Education, 2008. 736p.
- CARVALHO, F. L.; DIAZ, M. D. M.; BIALOSKORSKI NETO, S.; KALATZIS, A. E. G. Exit and failure of credit unions in Brazil: a risk analysis. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 67, p. 70-84, 2015.
- CHANG, X.; ZHANG, H. Managerial entrenchment and firm value: a dynamic perspective. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 50, n. 5, p. 1083-1103, 2015.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P.; LANG, L. H. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.
- COLES, J. L.; DANIEL, N. D.; NAVEEN, L. Co-opted boards. **The Review of Financial Studies**, v. 27, n. 6, p. 1751-1796, 2014.
- COOK, M. L. The future of US agricultural cooperatives: a neo-institutional approach. **American Journal of Agricultural Economics**, v. 77, n. 5, p. 1153-1159, 1995.
- COOK, M. L.; BURRESS, M. J. The impact of CEO tenure on cooperative governance. **Managerial and Decision Economics**, v. 34, n. 3-5, p. 218-229, 2013.
- COSTA, D. R. M.; CHADDAD, F. R.; AZEVEDO, P. F. Separação entre propriedade e decisão de gestão nas cooperativas agropecuárias brasileiras. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, v. 50, n. 2, p. 285-300, 2012.
- CREMERS, M.; FERRELL, A. Thirty years of shareholder rights and firm value. **The Journal of Finance**, v. 69, n. 3, p. 1167-1196, 2014.
- DAVIS, J. H.; SCHOORMAN, F. D.; DONALDSON, L. Toward a stewardship theory of management. **Academy of Management Review**, v. 22, n. 1, p. 20-47, 1997.
- FLEISS, J. L.; LEVIN, B.; PAIK, M. C. **Statistical Methods for Rates and Proportions**. 3. ed. New Jersey, NJ: John Wiley & Sons, 2003. 800p.
- GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-156, 2003.
- GREENE, W. H. **Econometric Analysis**. 5. ed. New Jersey, NJ: Prentice Hall, 2002. 1026p.

HANSMANN, H. **The Ownership of Enterprise**. Cambridge, MA: The Belknap Press of Harvard University Press, 1996. 372p.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KEIL, T.; MAULA, M.; SYRIGOS, E. CEO entrepreneurial orientation, entrenchment, and firm value creation. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 41, n. 4, p. 475-504, 2017.

KLEIBERGEN, F.; PAAP, R. Generalized reduced rank tests using the singular value decomposition. **Journal of Econometrics**, v. 133, n. 1, p. 97-126, 2006.

KRAUSE, R.; SEMADENI, M.; CANNELLA JR., A. A. CEO duality: a review and research agenda. **Journal of Management**, v. 40, n. 1, p. 256-286, 2014.

LANGE, D.; BOIVIE, S.; WESTPHAL, J. D. Predicting organizational identification at the CEO level. **Strategic Management Journal**, v. 36, n. 8, p. 1224-1244, 2015.

MCKILLOP, D. G.; WILSON, J. O. S. Credit unions as cooperative institutions: distinctiveness, performance and prospects. **Social and Environmental Accountability Journal**, v. 35, n. 2, p. 96-112, 2015.

MITCHELL, T. R.; JAMES, L. R. Building better theory: time and the specification of when things happen. **Academy of Management Review**, v. 26, n. 4, p. 530-547, 2001.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1-2, p. 293-315, 1988.

PATIN JR, R. P.; MCNIEL, D. W. Benefit imbalances among credit union member groups: evidence of borrower-dominated, saver-dominated and neutral behaviour? **Applied Economics**, v. 23, n. 4, p. 769-780, 1991.

PORTER, P. K.; SCULLY, G. W. Economic efficiency in cooperatives. **The Journal of Law and Economics**, v. 30, n. 2, p. 489-512, 1987.

RUBIN, G. M.; OVERSTREET JR., G. A.; BELING, P.; RAJARATNAM, K. A dynamic theory of the credit union. **Annals of Operations Research**, v. 205, n. 1, p. 29-53, 2013.

SHEN, W. The dynamics of the CEO-board relationship: an evolutionary perspective. **Academy of Management Review**, v. 28, n. 3, p. 466-476, 2003.

SIEGEL, S.; CASTELLAN JR., N. J. **Nonparametric Statistics for the Behavioral Sciences**. 2. ed. New York, NY: McGraw-Hill Humanities/Social sciences/Languages, 1988. 399p.

STOCK, J. H.; WRIGHT, J. H.; YOGO, M. A survey of weak instruments and weak identification in generalized method of moments. **Journal of Business & Economic Statistics**, v. 20, n. 4, p. 518-529, 2002.

WOWAK, A. J.; GOMEZ-MEJIA, L. R.; STEINBACH, A. L. Inducements and motives at the top: a holistic perspective on the drivers of executive behavior. **Academy of Management Annals**, v. 11, n. 2, p. 669-702, 2017.

YONEMURA, L. M.; COSTA, D. R. M. Incentives and entrenchment in Brazilian agricultural cooperatives: evidence from cooperatives in the state of São Paulo. **REBRAE-Revista Brasileira de Estratégia**, v. 10, n. 1, p. 36-52, 2017.

APÊNDICE A – Checklist aplicada aos estatutos das cooperativas de crédito brasileiras

Órgãos de administração que possui:

- ☐ Somente Conselho de Administração
- ☐ Somente Diretoria Executiva
- ☐ Conselho de Administração e Diretoria Executiva

Como é composta a Diretoria Executiva?

- ☐ Formada APENAS por membros do Conselho de Administração
- ☐ Formada PARCIALMENTE por membros do Conselho de Administração
- ☐ Formada SEM membros do Conselho de Administração
- ☐ Estatuto não prevê

É prevista no Estatuto a contratação de executivos, gerentes e dirigentes?

- ☐ Sim
- ☐ Não

Como é o processo de escolha do principal responsável pela administração?

- ☐ Os conselheiros/diretores são eleitos pela assembleia e, em seguida, escolhem o diretor-presidente ou principal executivo
- ☐ A assembleia escolhe diretamente o diretor-presidente ou principal executivo, através de chapa ou individualmente
- ☐ Estatuto não prevê
- ☐ Outra (qual):

Existe limite formal para o número de reeleições do presidente da cooperativa?

- ☐ Sim
- ☐ Não

Existe limite formal para o número de reeleições do presidente da Diretoria Executiva?

- ☐ Sim
- ☐ Não

Qual é proporção mínima de renovação dos membros do Conselho de Administração?

_____ dos membros

Qual é proporção para a renovação dos membros da Diretoria Executiva?

_____ dos membros

A Cooperativa prevê limitações para a candidatura aos cargos de administração?

() Sim

() Não

Caso a resposta anterior seja sim, quais são estas limitações?

[] Possuir reputação ilibada ou não estar habilitado ao cargo por determinação externa (como lei ou penas)

[] Não participa da administração ou possui mais de 5% da participação em outras instituições atuantes no sistema financeiro

[] Ser residente na área de atuação da cooperativa

[] Possuir capacitação técnica específica ao cargo

[] Não ser cônjuge ou possuir parentesco até segundo grau com outro candidato ou membro dos cargos administrativos

[] Não ocupar simultaneamente cargo partido-político

[] Tempo mínimo como associado: __ anos

[] Outras (quais):