
A reação dos acionistas à institucionalização do banco múltiplo

Paulo Sérgio Navarro
Jairo Laser Procianny

Recebido em julho/96

A formação de conglomerados financeiros tem sido vista como uma das principais características do sistema financeiro brasileiro. A existência de mais de uma instituição financeira dentro de um mesmo grupo econômico era considerada como uma maneira de contornar as normas regulamentares que proibiam a centralização das operações em uma única pessoa jurídica, determinando, por conseguinte, a especialização formal das instituições financeiras (Perdigão, 1983; Moreno, 1984; Campello & Moreno, 1994). Com a criação do banco múltiplo em 1988, que eliminou essa determinação, a maioria das instituições financeiras optou rapidamente pela nova forma, mas muitas delas não incorporaram todas as subsidiárias e algumas ainda mantiveram a forma anterior. Diante disso, pode-se questionar se os custos relativos à manutenção das diversas subsidiárias são realmente significativos e se haveria outras razões para a manutenção de tais subsidiárias além daquela atribuída à extinta restrição legal.

Neste trabalho procurou-se estender a fundamentação teórica fornecida por algumas abordagens sobre organizações societárias e grupos econômicos para avaliar a relevância da transformação em bancos múltiplos que, em geral, implicou na incorporação, pela principal empresa financeira do grupo (quase sempre pelo banco comercial), de algumas empresas financeiras cujo controle acionário era mantido dentro do mesmo grupo econômico bancário.

Com o intuito de contribuir para a identificação de medidas que possam aumentar a confiabilidade e melhorar a precificação dos ativos negociados no mercado de capitais brasileiro, foram enfatizadas as implicações externas de interações entre empresas de um mesmo grupo, particularmente aquelas que poderiam decorrer da alteração do relacionamento entre os acionistas controladores/gestores e os acionistas minoritários das diferentes empresas do mesmo grupo econômico.

Procurou-se, então, através de um estudo de evento, verificar se os investidores no mercado de capitais brasileiro atribuíram alguma importância à institucionalização do banco múltiplo e se sua reação poderia ser considerada uma antecipação aos efeitos das reorganizações societárias viabilizadas pelas novas normas.

Paulo Sérgio Navarro é Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul e funcionário do Banco do Brasil S.A.
E-mail: navarro@vortex.ufrgs.br

Jairo Laser Procianny é Professor Doutor do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul e da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Pesquisador do CNPq e da Fapergs.
Fax: (051) 330-8957
E-mail: jlprocia@vortex.ufrgs.br

Os resultados preliminares, aqui apresentados, revelam que a expectativa quanto ao aumento da concorrência no setor financeiro teria anulado eventuais ganhos com a melhor adequação societária viabilizada pelas novas normas. Não obstante, verificou-se também que os acionistas teriam valorizado a potencial transformação societária daqueles conglomerados que tinham mais de uma companhia aberta com ações negociadas em bolsa de valores, de tal forma que foram atenuadas as perdas decorrentes do acirramento da concorrência. Tal resultado confirma a importância atribuída ao relacionamento entre as diferentes categorias de acionistas e sugere que a diminuição do número de companhias abertas dentro de um mesmo grupo econômico, por reduzir potenciais conflitos de interesse decorrentes da possibilidade de transferência de riqueza entre empresas do mesmo grupo, pode ser um fator gerador de valor para os proprietários das empresas.

Por focar as reorganizações societárias no setor bancário, este estudo passa a ser de particular relevância no presente momento, tendo em vista as expectativas quanto a uma onda de fusões e aquisições no setor motivadas, inclusive, por incentivos legais no âmbito do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer). Os resultados deste trabalho podem ser vistos como um alerta para o fato de que, em reestruturações que resultem no aumento da quantidade de companhias do mesmo grupo econômico com ações negociadas em bolsa de valores, os ganhos esperados com os benefícios governamentais podem ser anulados por uma reação negativa dos acionistas, motivada pelo temor de ocorrerem transferências de riqueza para aquela companhia em que seus interesses não estejam presentes.

Este artigo está organizado da seguinte forma: no primeiro tópico define-se mais detidamente o problema enfocado; no segundo, sugere-se algumas vantagens e desvantagens da transformação em banco múltiplo, as quais serão utilizadas para fundamentar as hipóteses de teste; no terceiro, descreve-se a metodologia de Estudo de Evento utilizada; no quarto tópico apresenta-se a amostra pesquisada; no quinto, formaliza-se as hipóteses de teste; e, por fim, nos tópicos seguintes são apresentados, respectivamente, os resultados obtidos e as conclusões do trabalho.

DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Até 1988 as diversas atividades no mercado financeiro brasileiro eram exercidas, obrigatoriamente, de maneira segmentada, por entidades distintas, como bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito imobiliário, financeiras, companhias de *leasing* etc. Entretanto, muitas vezes tais entidades eram apenas **bra-**

ços de grandes conglomerados financeiros, pois mantinham-se sob o mesmo controle acionário.

Em 21 de setembro de 1988, o Conselho Monetário Nacional autorizou, através da Resolução 1.524, a criação dos chamados **bancos múltiplos**, permitindo que as instituições financeiras passassem a atuar nos diversos segmentos do mercado financeiro sob a mesma razão social. Como resultado, grandes conglomerados puderam incorporar suas subsidiárias financeiras em uma única empresa, a qual passou a caracterizar-se como **banco múltiplo**⁽¹⁾, atuando com várias carteiras.

Tais alterações regulamentares geraram oportunidade ímpar para a avaliação da relevância de uma adequada constituição societária de grupos econômicos bancários brasileiros, visto que muitos conglomerados já operavam, na prática, como se fossem bancos múltiplos. Assim, fatores como grau de alavancagem ou nível de diversificação mantêm-se inalterados do ponto de vista do conglomerado financeiro, colocando em evidência outros fatores, como o relacionamento entre os acionistas de cada empresa pertencente ao conglomerado — quando a transformação envolveu mais de uma companhia aberta — e as implicações administrativas internas — quando envolveu apenas companhias fechadas.

Convencionalmente, tem-se considerado que a principal vantagem da transformação em banco múltiplo seria a maior racionalização de procedimentos administrativos, com redução dos custos necessários à manutenção da forma conglomerada. Enquanto essa afirmativa é ratificada pelas justificações apresentadas nas atas das assembleias de acionistas que autorizaram a transformação para a nova forma⁽²⁾, não tem sido levado em conta que a eliminação das subsidiárias pode também implicar em perda de flexibilidade para contornar potenciais restrições legais, tão comuns no setor, e reduzir a capacidade de aproveitamento de vantagens tributárias. Adicionalmente, nenhuma referência foi encontrada em trabalhos acadêmicos, na imprensa ou mesmo nas atas das assembleias quanto à mudança no relacionamento entre os acionistas controladores-gestores e os acionistas minoritários de cada empresa do grupo, quando este é constituído por mais de uma companhia com ações negociadas em bolsa de valores⁽³⁾. Nestes casos, a transformação em banco múltiplo deve ser considerada particularmente relevante, pois, além da já citada economia de custos, pode afetar, por um lado, a capacidade de captação de recursos no mercado de capitais quando o gestor-controlador não se dispõe a abrir mão do controle e, por outro, o custo de capital através da redução de custos de agência atribuíveis à possibilidade de transferência de riqueza entre empresas do mesmo grupo, conforme argumentação apresentada no item **Implicações do relacionamento com o mercado de capitais**.

Ao se agregar a essas idéias a forma empírica da hipótese de eficiência semi-forte do mercado⁽⁴⁾, tem-se a oportunidade de verificar — através do comportamento dos preços das ações — se os investidores no mercado de capitais brasileiro atribuem alguma importância a uma adequada constituição societária e quais conjecturas seriam mais condizentes com o seu comportamento.

VANTAGENS E DESVANTAGENS DA TRANSFORMAÇÃO EM BANCO MÚLTIPLO

Implicações internas

A opção da maioria das instituições financeiras pela forma múltipla seria, por si só, forte indício de que essa forma traz vantagens significativas. Entretanto, as razões que levariam a essa conclusão não têm sido investigadas com profundidade e, como procurar-se-á demonstrar, podem haver desvantagens nessa opção.

Moreno (1984) já alertava para o fato de que a eficiência do sistema financeiro brasileiro poderia estar sendo prejudicada pelas exigências legais que determinavam a atuação nos diversos segmentos do mercado apenas por meio de empresas diferentes (mesmo que sujeitas ao mesmo controle acionário), acarretando custos administrativos e elevada imobilização financeira resultante da aquisição de cartas-patentes.

Com a institucionalização da figura do banco múltiplo, as restrições à expansão de produtos e mercados por intermédio de uma única empresa foram eliminadas e a maioria dos conglomerados financeiros optou rapidamente pela nova forma. Ao fazê-lo, porém, nem todos incorporaram todas as subsidiárias e, além disso, alguns preferiram manter a forma anterior, o que sugere que poderiam existir outras razões, além da extinta exigência de especialização das instituições, para a forma conglomerada.

Em uma visão de mais longo prazo, a incorporação de todas as subsidiárias implicaria na eliminação de um mecanismo importante para a flexibilidade das empresas, que podem usar o relacionamento intragrupo para contornar restrições legais e aproveitar oportunidades de natureza tributária.

Vale lembrar que a citada flexibilidade obtida por meio das subsidiárias é, em geral, caracterizada por particularidades momentâneas que, quase sempre, geram reação das autoridades governamentais no sentido de eliminar brechas deixadas nos normativos. Há, porém, brechas legais mais duradouras ou quase permanentes, como é o caso da tributação escalonada do imposto de renda, a qual prevê a incidência de alíquotas adicionais sobre as parcelas de lucro que ultrapassem determinado valor⁽⁵⁾. Nesse caso, pode-se transferir riqueza, por meio de ade-

quada alocação de despesas ou da transferência de operações, para aquelas companhias que ainda não atingiram os valores de lucro sujeitos às alíquotas adicionais, de forma a reduzir a tributação do conglomerado como um todo.

Como não mais existe a exigência de cartas-patentes — que seria a causa dos elevados ônus de imobilização financeira citados por Moreno (1984) —, e se for questionada a relevância dos custos administrativos adicionais inerentes à manutenção da forma conglomerada, como os decorrentes de registros contábeis separados ou da manutenção de quadros administrativos para cada uma das subsidiárias, a maior flexibilidade potencial pode ser tomada como uma explicação aceitável para o comportamento daqueles gestores que não optaram pela forma múltipla ou que o fizeram apenas parcialmente por não terem incorporado todas as subsidiárias.

Implicações do relacionamento com o mercado de capitais

Além das implicações internas a cada conglomerado, é conveniente avaliar também os efeitos adicionais que poderiam surgir quando tais conglomerados envolveram mais de uma companhia aberta no processo de transformação em banco múltiplo. Nesse caso, a análise da relação custo/benefício deveria considerar as vantagens de manter-se uma forma alternativa de obtenção de capital por meio da emissão de ações, principalmente devido às rígidas limitações para a adequação de capital existentes no setor, contra os maiores custos que poderiam daí advir.

A ênfase na necessidade de meios alternativos de capitalização das firmas bancárias pode ser complementada com a sugestão de Procianoy (1993), para quem a predominância no Brasil de grupos econômicos com mais de uma companhia aberta é favorecida pela possibilidade de **alavancagem de capital** decorrente da co-existência de ações com e sem direito a voto em proporções que beneficiam a manutenção do controle nas mãos de poucos ou até mesmo de um único acionista⁽⁶⁾. Por meio da criação de mais de uma companhia de capital aberto, o gestor-controlador pode expandir sua capacidade de captar recursos de novos sócios-acionistas sem perder o privilégio do controle⁽⁷⁾. Se eliminada essa fonte alternativa, a resistência do gestor-controlador em abrir mão do controle acionário poderia prejudicar todo o conglomerado, particularmente aqueles de menor porte, porque a sua capacidade de crescimento seria limitada.

Entretanto, é importante lembrar que a possibilidade de **alavancagem de capital** pode não ser isenta de custos; na verdade, pode mostrar-se excessivamente onerosa devido à maior dificuldade de monitoramento pelos

acionistas minoritários no tocante à distribuição de riqueza entre as diversas empresas do grupo. Sharav (1974), por exemplo, alerta que os gestores teriam um natural incentivo para transferir riqueza para uma empresa do grupo em que os interesses dos minoritários possam não estar presentes. Essas preocupações são também consistentes com a argumentação de Brioshi, Buzzacchi & Colombo (1989) que lembram que o “sistema de grupos econômicos multiplica os conflitos de interesse entre os diferentes acionistas das várias firmas constituintes do grupo”.

Diante disso, conforme o referencial teórico proposto por Jensen & Meckling (1976), seria de se esperar uma atitude defensiva por parte dos investidores (aqui entendidos como os acionistas minoritários), o que acarretaria maiores ônus, chamados **custos de agência**. Na prática, esses custos materializar-se-iam, por exemplo, através da necessidade de elaboração e divulgação de demonstrativos contábeis submetidos a auditoria externa. Além do mais, a teoria reconhece que os mecanismos institucionais ou contratuais não conseguem coibir, completamente, atitudes indesejáveis por parte dos gestores, fazendo com que os investidores apliquem um abatimento sobre o preço das ações para prevenirem-se contra potenciais expropriações de riqueza, acarretando as chamadas **perdas residuais** (veja, para o caso brasileiro, Procianny [1994]).

Assim, é de se esperar que o preço das ações de empresas do mesmo grupo, expostas a potenciais transferências de riqueza intragrupo, seja negativamente influenciado pelos efeitos dos maiores custos de agência, o que, em última análise, estaria onerando a fonte de financiamento da empresa (Procianny & Comerlato, 1994; Comerlato, 1994).

Em vista do exposto, a análise dos preços das ações daqueles conglomerados que mantinham mais de uma companhia aberta por ocasião da criação do banco múltiplo poderá ser utilizada como um indicativo sobre a relação custo/benefício entre a possibilidade de **alavancagem de capital** e os maiores custos de agência.

Alterações no ambiente competitivo

Embora a ênfase neste estudo recaia sobre as implicações das mudanças organizacionais dos conglomerados financeiros decorrentes da transformação em banco múltiplo, não podem ser negligenciados os efeitos colaterais que poderiam decorrer da institucionalização da forma múltipla. Especificamente, chamam a atenção notícias veiculadas na imprensa da época que alertavam para o aumento da concorrência no setor financeiro devido à possibilidade de participação de instituições financeiras estrangeiras como bancos múltiplos⁽⁸⁾ e devido à criação

de vários novos bancos oriundos de pequenas instituições especializadas, como distribuidoras e bancos de investimentos⁽⁹⁾.

As instituições estrangeiras não podiam (e ainda não podem) atuar como conglomerados por intermédio de subsidiárias integrais, devido a restrições impostas pela Lei 6.404/76 (art. 251), e sua expansão no País, por meio de agências ou participações de capital, foi restringida na Constituição Federal de 1988 (art. 52 das Disposições Transitórias), o que fazia com que sua atuação se limitasse a atividades especializadas (como bancos comerciais ou bancos de investimento, por exemplo). A institucionalização da forma múltipla, portanto, viabilizaria sua atuação em nichos do mercado aos quais elas ainda não tinham acesso, aumentando sua competitividade em detrimento do desempenho dos conglomerados financeiros⁽¹⁰⁾.

O acesso de pequenas instituições especializadas a novos nichos de mercado era dificultado pela existência das cartas-patentes, eliminadas pela Constituição Federal de 1988, e ainda pelo sistema de pontuação exigido pela Resolução 1.060/85 do Conselho Monetário Nacional para a troca de cartas-patentes dentro do Sistema Financeiro Nacional, a qual foi revogada após a criação dos bancos múltiplos.

Essa maior facilidade de acesso ao setor financeiro, que justificaria o temor quanto ao aumento da concorrência, pode ser vista objetivamente em uma reportagem do jornal *Gazeta Mercantil* de 6 de outubro de 1988 (portanto, apenas 15 dias após a criação do banco múltiplo), segundo a qual os 49 pedidos de transformação em banco múltiplo já acolhidos pelo Banco Central até aquela data seriam capazes de resultar na criação de 70 novas carteiras operacionais.

METODOLOGIA — UM ESTUDO DE EVENTO

Embora existam algumas variações no ferramental estatístico empregado, a formulação básica para Estudos de Eventos compreende a utilização de um modelo de geração de retornos de ações e a identificação de desempenho anormal nos períodos próximos ao evento que se pretende analisar. Tal desempenho é dado pela diferença entre o retorno esperado gerado pelo modelo e o retorno observado no período sob análise.

Brown & Warner (1980; 1985) compararam alguns diferentes modelos de geração de retornos e concluíram não haver melhorias significativas na utilização de metodologias mais sofisticadas. Em geral, mesmo quando violadas algumas pressuposições inerentes aos processos de geração de retornos, como a exigência de uma distribuição normal ou a ausência de correlação serial nas séries históricas dos retornos observados, os modelos mais comumente utilizados mostraram-se suficientemente

confiáveis na detecção de retornos anormais superiores a cinco por cento, para dados mensais, e a dois por cento, para dados diários, desde que a data do evento seja conhecida com certeza. Com retornos anormais de um por cento, tanto para dados diários quanto para dados mensais, os resultados de todos os modelos não foram completamente satisfatórios.

No Brasil, Kloeckner (1995), utilizando procedimentos de simulação com taxas de retornos mensais de ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, questiona se pesquisadores que já utilizaram a metodologia de estudos de eventos com ações brasileiras poderiam ter obtido resultados diferentes se empregassem modelos alternativos para geração de retornos, tendo concluído que os resultados seriam indiferentes à escolha entre o Modelo de Mercado, o Modelo de Retornos Ajustados ao Mercado (mas não ao risco) e o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Entretanto, Brown & Warner (1985) também verificaram que, quando a data do evento é de difícil identificação, os testes são enfraquecidos e a possibilidade de erro cresce de maneira significativa, principalmente para dados mensais. Sob essas condições, o chamado **Modelo de Mercado** apresentou desempenho ligeiramente melhor, motivo pelo qual se optou por sua utilização como instrumental básico no presente trabalho.

O Modelo de Mercado é uma regressão linear da taxa de retorno observada para cada título sobre o retorno do portfólio de mercado (ou um representante deste). Formalmente, o retorno esperado para uma ação da empresa j , no período t , pode ser assim expresso:

$$\hat{R}_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} \quad [1]$$

onde \hat{R}_{jt} é o retorno esperado da ação da empresa j no período t e R_{mt} é o retorno observado no período t de um portfólio representativo das variações gerais do mercado, aqui representado pelo Ibovespa, sendo que t não inclui os períodos em que é provável o evento ocorrer.

O passo seguinte à adequação dos dados ao modelo de regressão proposto é a análise dos resíduos apresentados no período próximo à ocorrência do evento, determinados por:

$$e_{jt} = R_{jt} - \alpha_j - \beta_j R_{mt} \quad [2]$$

onde e_{jt} é o termo de erro aleatório sujeito às suposições exigidas para o emprego da regressão linear⁽¹¹⁾ e R_{jt} é o retorno observado da ação da empresa j no período t .

Se esses resíduos forem diferentes de zero, concluir-se-á pela existência de **desempenho anormal**. Para tanto, apura-se o retorno anormal médio para os períodos t quando espera-se a reação do mercado ao evento (AR_t), dado pela seguinte equação:

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N e_{jt} \quad [3]$$

onde N corresponde ao número de empresas.

O teste de significância estatística segue o método simplificado para ajustamento à dependência *cross-sectional* sugerido em Brown & Warner (1985).

Tendo em vista que não é possível saber exatamente quando o mercado recebeu a informação referente ao evento ou quando reagiu à divulgação da informação, os períodos ts relativos ao evento comporão, inicialmente, um intervalo de onze dias em torno de uma data "0" em que se pressupõe que a informação se tornou pública. Neste trabalho, a data "0" será considerada a data da Resolução do Conselho Monetário Nacional que criou o banco múltiplo (21 de setembro de 1988).

Alternativamente, será utilizada a acumulação dos retornos anormais médios diários durante o intervalo do evento como uma medida alternativa de desempenho anormal. Essa alternativa pode ser útil para a análise de casos nos quais a reação do mercado difunde-se por alguns dias e é dada por:

$$CAR_t = CAR_{t-1} + AR_t \quad [4]$$

DESCRIÇÃO DA AMOSTRA

Os levantamentos iniciais destinados à construção do teste ora proposto resultaram na identificação de um universo-alvo constituído por 73 instituições financeiras que foram listadas na Bolsa de Valores de São Paulo entre setembro de 1988 e outubro de 1995, as quais podem ser classificadas como consta no quadro a seguir.

Instituições Financeiras Listadas na Bovespa

| | |
|---|----|
| 1. Que se transformaram em banco múltiplo | 67 |
| • Com subsidiárias listadas | 30 |
| – Controladoras | 10 |
| – Subsidiárias | 20 |
| - Que foram incorporadas | 10 |
| - Que não foram incorporadas | 10 |
| • Sem subsidiárias listadas: | 37 |
| 2. Que não se transformaram em banco múltiplo | 6 |

Fontes: • Bovespa — Cadastros Básicos, Sociedades Emissoras Cotadas;
 • CVM — Cadastro de Companhias Canceladas;
 • BACEN — Cadastro de Instituições Financeiras.

Uma vez delimitado o universo-alvo, buscou-se junto à base de dados Econômica as séries históricas contendo as cotações diárias das diversas companhias, deflacionadas pelo dólar comercial e ajustadas com proventos. Nessa etapa, pôde-se verificar que a grande maioria, embora listada na Bolsa de Valores, raramente era negociada. Diante disso, apenas doze empresas puderam ser incluídas no estudo, sendo cinco sem subsidiárias listadas em bolsa e sete com subsidiárias listadas.

Por meio da criação de mais de uma companhia de capital aberto, o gestor-controlador pode expandir sua capacidade de captar recursos de novos sócios-acionistas sem perder o privilégio do controle.

Daquelas empresas que puderam ser incluídas neste estudo, onze estavam entre os 20 maiores bancos do País, em termos de Patrimônio Líquido (posição em dezembro de 1988). Além disso, todas eram mantidas sob controle acionário nacional, sendo que duas eram sociedades de economia mista — uma com controle federal e outra com controle estadual. Vale lembrar, ainda, que apenas empresas controladoras foram incluídas na amostra, visto que as subsidiárias, apesar de listadas em bolsa, não constavam da base de dados trabalhada. Na verdade, conforme pôde-se verificar através dos Boletins Diários de Informação da Bolsa de Valores de São Paulo, com exceção do Bradesco Banco de Investimentos, as ações das subsidiárias raramente eram negociadas, não apresentando, de fato, cotações suficientes para geração dos resultados.

A adaptação a negociações infreqüentes seguiu o procedimento aplicado por Brown & Warner (1985) que utiliza apenas os retornos referentes a um dia, desprezando os dias em que não houve cotações e o retorno observado no dia imediatamente subsequente a esses⁽¹²⁾.

Por fim, é importante ressaltar que, embora a metodologia possa ser aplicada a pequenas amostras, como é o caso aqui, Brown & Warner (1985) alertam que em tais situações os níveis de significância estatística encontrados não devem ser tomados literalmente.

HIPÓTESES A SEREM TESTADAS

A relevância da transformação em banco múltiplo

A hipótese nula a ser testada para verificação da relevância da transformação dos conglomerados financeiros em bancos múltiplos pode ser assim definida:

H₀: A transformação em banco múltiplo não é relevante. As mudanças legais que criaram o banco múltiplo

não provocaram diferenças entre as taxas de retorno esperadas e as taxas de retorno observadas das ações dos conglomerados financeiros.

Ou, mais formalmente:

$$H_0: AR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N e_{jt} = 0 \quad [5]$$

A hipótese alternativa (H₁) é que os acionistas consideraram relevantes as novas normas e, por isso, modificaram o preço das ações diante da perspectiva de mudança, ou:

$$H_1: AR_t \neq 0 \quad [6]$$

Se o mercado considerava relevantes os custos administrativos decorrentes da manutenção da forma conglomerada e tomava em conta a possibilidade de transferência de riqueza entre empresas de um mesmo grupo econômico naqueles conglomerados financeiros que tinham mais de uma companhia com ações listadas em bolsa, a hipótese nula seria rejeitada e, além disso, os resíduos apurados (AR_t) seriam positivos. Por outro lado, se fossem percebidas as perspectivas quanto à perda de flexibilidade para **alavancagem de capital** e para contornar restrições legais e aproveitar vantagens tributárias, permitidas pela forma conglomerada, bem como se o mercado temesse um aumento da concorrência no setor, a hipótese nula seria igualmente rejeitada, mas os resíduos seriam negativos.

Como há fatores que se aplicariam somente àqueles conglomerados que tinham mais de uma companhia com ações negociadas em bolsa (a possibilidade de transferência de riqueza, por um lado, e a possibilidade de **alavancagem de capital**, por outro), considerações sobre o sinal dos resíduos serão mais pertinentes após a aplicação da próxima etapa.

Comportamento dos conglomerados com mais de uma companhia aberta

Considerando, portanto, que se pretende verificar os efeitos das hipóteses de custos de agência e de **alavancagem de capital**, que estariam presentes apenas naqueles conglomerados que tinham mais de uma companhia com ações negociadas em bolsa, optou-se por repetir os procedimentos de teste segmentando o universo pesquisado em dois grupos:

- **Grupo I** — conglomerados financeiros que tinham apenas uma companhia aberta com ações negociadas em bolsa quando da criação do banco múltiplo.

Da amostra utilizada, cinco empresas pertenciam a este grupo.

- **Grupo II** — conglomerados financeiros que tinham mais de uma companhia aberta com ações negociadas em bolsa. Sete empresas da amostra foram enquadradas neste grupo.

Pretende-se, nesta etapa, verificar se as empresas do Grupo II apresentaram retornos anormais diferentes dos retornos das empresas do Grupo I. O sinal da diferença entre os resíduos do Grupo II e do Grupo I indicará o resultado líquido da relação custo/benefício das hipóteses de custos de agência e **alavancagem de capital**. A existência de uma diferença positiva entre $[AR_{t_{grupo II}} - AR_{t_{grupo I}}]$ será um indicativo de que a utilização da **alavancagem de capital** como fonte alternativa de financiamento deve ser considerada com cautela, podendo ser excessivamente onerosa. Uma diferença negativa indicará, por sua vez, que os acionistas não temem a transferência de riqueza entre empresas de um mesmo grupo econômico e que prefeririam a manutenção da possibilidade de alavancagem de capital. Assim, uma segunda hipótese nula pode ser definida da seguinte maneira:

H₀: Os acionistas minoritários dos conglomerados formados por mais de uma companhia aberta não consideram a possibilidade de expropriação de riqueza a que estão expostos e a possibilidade de **alavancagem de capital** não tem valor para as empresas analisadas. Os retornos das ações das companhias abertas do Grupo II e do Grupo I tiveram o mesmo comportamento quando da transformação em banco múltiplo.

Ou, formalmente:

$$H'_0: AR_{t1} = AR_{t2} \quad [7]$$

Nesse caso, podem ser formuladas duas hipóteses alternativas:

H₁: Os custos de agência decorrentes da manutenção de mais de uma companhia aberta no mesmo grupo são superiores ao benefício proporcionado pela possibilidade de **alavancagem de capital**. Os retornos anormais das empresas do Grupo II são maiores do que aqueles do Grupo I, ou:

$$H'_1: AR_{t1} < AR_{t2} \quad [8]$$

H₂: Os custos de agência decorrentes da manutenção de mais de uma companhia aberta no mesmo grupo

são inferiores ao benefício proporcionado pela possibilidade de **alavancagem de capital**. Os retornos anormais das empresas do Grupo II são menores que aqueles do Grupo I, ou:

$$H'_2: AR_{t2} < AR_{t1} \quad [9]$$

RESULTADOS OBTIDOS

Através do método dos Mínimos Quadrados Ordinários e tendo como base para estimação as taxas de retorno diárias baseadas nas cotações de fechamento dos 240 dias úteis findos no décimo primeiro dia anterior ao evento, apurou-se inicialmente os resíduos estimados para um intervalo de onze dias, tendo como ponto central a data da Resolução do Conselho Monetário Nacional que criou os bancos múltiplos (21 de setembro de 1988).

Os procedimentos usuais de estudos de evento têm tido implícita a hipótese de que o mercado é eficiente, ou seja, que reagiria racionalmente à chegada de novas informações que viessem a alterar os fluxos de caixa das empresas. Se adotada essa premissa, a **janela** de onze dias em torno da data do evento deveria ser suficiente para a análise da reação do mercado.

Entretanto, é importante lembrar que a possibilidade de alavancagem de capital pode não ser isenta de custos; na verdade, pode mostrar-se excessivamente onerosa devido à maior dificuldade de monitoramento pelos acionistas minoritários no tocante à distribuição de riqueza entre as diversas empresas do grupo.

Os resultados aqui obtidos, entretanto, sugerem que é preciso cautela ao adotar a hipótese de eficiência no mercado brasileiro, visto que, se ela não for válida, a escolha da **janela do evento** (geralmente arbitrada pelo pesquisador) pode induzir a conclusões falaciosas.

Conforme demonstrado na tabela 1, os resultados com a **janela** de onze dias permitiriam rejeitar a hipótese de irrelevância da transformação dos conglomerados financeiros em banco múltiplo (H_0). Nos dias que se seguiram à Resolução do Conselho Monetário Nacional que deliberou sobre o assunto, os resíduos foram significativamente diferentes de zero ao nível de 1%. Além disso, pode-se verificar que a reação dos investidores foi positiva. Quando considerada a amostra completa, o retorno anormal chegou a 10,2% em $t=4$, tendo alcançado 31,7% no total acumulado dos onze dias da **janela** do evento, o que seria consistente com as proposições que sugerem

maior racionalidade administrativa e menores conflitos de interesse entre as diversas classes de acionistas. Por outro lado, seria descartada a argumentação quanto à perda de flexibilidade, e o potencial acirramento da concorrência no setor parece não ter sido considerado pelos investidores, pelo menos no momento mais próximo ao evento analisado.

Adicionalmente, a comparação dos resultados daqueles conglomerados que tinham mais de uma companhia com ações negociadas em bolsa (Grupo II) com aqueles que tinham apenas uma companhia com ações negociadas (Grupo I) também permitiria rejeitar a hipótese de igualdade na magnitude dos resíduos (H'_0) em favor da primeira hipótese alternativa (H'_1), indicando que os acionistas teriam atribuído maior valor à redução da potencial transferência de riqueza entre empresas de um mesmo grupo do que à possibilidade de **alavancagem de capital**.

Tabela 1

Anormalidades em Torno da Data da Autorização

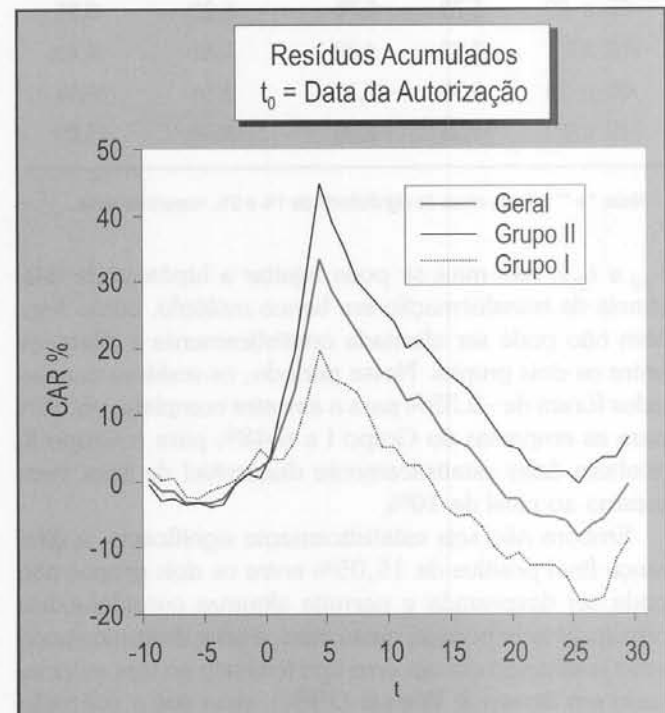
(em Porcentagem)

| Período $t =$ | Amostra | Grupo I | Grupo II | (II - I) |
|---------------|---------|---------|----------|----------|
| -5 | 0,17 | 1,21 | -0,69 | -1,90 |
| -4 | 0,57 | 0,65 | 0,49 | -0,16 |
| -3 | 2,21 | 0,94 | 3,12 | 2,18 |
| -2 | 1,44 | 1,69 | 1,26 | -0,43 |
| -1 | 0,87 | 2,85 | -0,54 | -3,39 |
| 0 | 1,29 | -1,65 | 3,39** | 5,04** |
| 1 | 5,04* | 0,09 | 8,58* | 8,48* |
| 2 | 5,16* | 2,77 | 7,15* | 4,38 |
| 3 | 9,82* | 6,38* | 12,69* | 6,31* |
| 4 | 10,24* | 7,40* | 12,61* | 5,21 |
| 5 | -5,10* | -4,24** | -5,72* | -1,48 |
| CAR | 31,71* | 18,11* | 42,33* | 24,22* |

Nota: * e ** indicam níveis de significância de 1% e 5%, respectivamente.

Os resíduos diários bastante elevados e distribuídos ao longo dos quatro dias posteriores ao evento e a queda registrada no quinto dia, porém, sugeriam que o mercado poderia ter sido excessivamente otimista quanto às novas normas para o sistema financeiro. Embora apenas indicativa, essa constatação alertou para a necessidade de ampliar-se a **janela** do evento de forma a investigar-se a amplitude da sobre-reação do mercado.

No período anterior ao evento, ampliou-se a **janela** em mais cinco dias e os resíduos continuaram oscilando em torno de zero, sugerindo que não seria necessária a extensão da **janela** no período pré-evento. O mesmo procedimento foi repetido para o período posterior ao evento e, embora os resíduos diários não fossem significativamente diferentes de zero nos níveis convencionais, os resíduos acumulados (CAR) para cada um dos grupos analisados passaram a declinar sistematicamente. A partir dessa observação, optou-se por repetir o procedimento de prolongar a **janela** por mais cinco dias até que se verificasse a interrupção da tendência de queda dos resíduos acumulados. Os resultados podem ser visualizados na forma apresentada na figura a seguir, que traz os CARs calculados a partir do décimo dia anterior ao evento até o vigésimo nono dia posterior ao evento, ou seja, uma **janela** de 40 dias.



Resíduos Acumulados — Janela de 40 Dias

Mais objetivamente, na tabela 2 são apresentados os resíduos acumulados (CAR) a cada intervalo de cinco dias, a partir de $t = -10$ até $t = 29$ ⁽¹³⁾.

Confirma-se, então, que após a reação inicial bastante positiva, ocorrida no intervalo de t_0 a t_4 , observou-se quedas sucessivas com significância estatística ao nível de 1% até o antepenúltimo intervalo (de t_{15} a t_{19}), o que evidencia a sobre-reação do mercado às mudanças normativas no sistema financeiro. Na verdade, se considerado o resíduo acumulado em toda a nova **janela** (de

Tabela 1

Anormalidades em Torno da Data da Autorização Resíduos Acumulados a Cada Cinco Dias

(em Porcentagem)

| Período t_0 a t_4 | Amostra | Grupo I | Grupo II | (II - I) |
|-----------------------|---------|---------|----------|----------|
| -10 a -6 | -3,24 | -2,54 | -3,22 | -0,68 |
| -5 a -1 | 5,27 | 7,36 | 3,64 | -3,72 |
| 0 a 4 | 31,55* | 14,99* | 44,41* | 29,42* |
| 5 a 9 | -17,25* | -14,85* | -18,96* | -4,11 |
| 10 a 14 | -9,05* | -8,88 | -9,32** | -0,43 |
| 15 a 19 | -9,95* | -7,84 | -11,25* | -3,41 |
| 20 a 24 | -3,41 | -2,59 | -4,04 | -1,45 |
| 25 a 29 | 5,72 | 5,78 | 5,22 | -0,56 |
| -10 a 0-1 | 2,03 | 4,82 | 0,42 | -4,40 |
| -00 a -29 | -2,38 | -13,38 | 6,06 | 19,45 |
| -10 a -29 | -0,35 | -8,56 | 6,48 | 15,05 |

Nota: * e ** indicam níveis de significância de 1% e 5%, respectivamente.

t_{-10} a t_{29}), não mais se pode rejeitar a hipótese de relevância da transformação em banco múltiplo, como também não pode ser afirmada estatisticamente a diferença entre os dois grupos. Nesse período, os resíduos acumulados foram de -0,35% para a amostra completa, -8,56% para as empresas do Grupo I e 6,48% para o Grupo II, nenhum deles estatisticamente discernível de zero, nem mesmo ao nível de 10%.

Embora não seja estatisticamente significativa, a diferença final positiva de 15,05% entre os dois grupos não pode ser desprezada e permite algumas considerações, principalmente porque, nesse caso, o teste estatístico pode estar resultando em um erro tipo II devido ao viés mencionado em Brown & Warner (1980), visto que a utilização de um período amplo para avaliar uma diferença que pode ser considerada pontual — já que foi concentrada no intervalo de t_0 a t_4 — reduz a probabilidade de identificar-se desempenho anormal, mesmo quando este possa estar presente. Com menor ênfase, a mesma observação é cabível para a queda de 8,56% registrada pelo Grupo I⁽¹⁴⁾.

Diante disso, a diferença de 15,05% entre os dois grupos pode ser vista como um indicativo razoável de que os acionistas realmente valorizaram a redução da potencial transferência de riqueza entre empresas de um mesmo grupo e que a possibilidade de **alavancagem de capital** não foi por eles considerada. Na verdade, esse resultado pode significar que as instituições componen-

tes do Grupo II, que estão entre as maiores do País, já estavam operando com níveis de capitalização e escala satisfatórios, sendo a possibilidade de **alavancagem de capital** irrelevante para elas. Enquanto esse aspecto pode ser, de fato, importante, sua averiguação aqui extrapolaria os objetivos do trabalho e esbarraria no limitado número de empresas que puderam ser incluídas na amostra final.

Os resultados obtidos mostraram que a expectativa de acirramento da concorrência no setor, a partir da criação do banco múltiplo, pode ter anulado eventuais ganhos decorrentes da melhor adequação societária permitida pelas novas normas.

Por outro lado, a queda de 8,56% para as empresas do Grupo I sugere que, em um segundo momento, o mercado passou a considerar que a tendência de abertura do setor financeiro, com potencial acirramento da concorrência, seria prejudicial para o desempenho das empresas incluídas na amostra. Para as empresas do Grupo II, o valor adicionado pela redução dos conflitos de interesse teria compensado a perda de valor ocasionada pelas expectativas de aumento da concorrência.

CONCLUSÕES

Tendo em vista a crescente expectativa quanto a uma onda de fusões no setor financeiro brasileiro, contando inclusive com incentivos governamentais para tanto, e dada a tendência já observada de aumento das associações com instituições estrangeiras, torna-se conveniente avaliar como estruturas societárias inadequadas podem afetar o valor das empresas do setor. No presente trabalho procurou-se verificar esse aspecto a partir das modificações legais que criaram o banco múltiplo e desencadearam várias reorganizações societárias no setor financeiro.

Os resultados obtidos mostraram que a expectativa de acirramento da concorrência no setor, a partir da criação do banco múltiplo, pode ter anulado eventuais ganhos decorrentes da melhor adequação societária permitida pelas novas normas. Entretanto, o efeito do acirramento da concorrência foi atenuado naqueles conglomerados que tinham mais de uma companhia com ações negociadas em bolsa de valores, sugerindo que a redução do nú-

mero de companhias abertas dentro de um mesmo grupo econômico é um fator gerador de valor para os proprietários das empresas. Tal resultado é consistente com os estudos que prevêem aumento dos custos de agência em grupos econômicos, provocado pela perda de transparência e pelo aumento dos conflitos de interesse entre os acionistas das diferentes empresas de um mesmo conglomerado devido à possibilidade de transferência de riqueza entre empresas do mesmo grupo.

Naturalmente, uma conclusão generalizável e definitiva sobre o tema estaria a exigir estudos sobre reorganizações societárias em outros setores. Além disso, os resultados aqui observados referem-se somente à data das novas normas legais relativas à criação do banco múltiplo e representam apenas uma inferência dos acionistas quanto ao potencial valor que decorreria da efetiva transformação de cada conglomerado financeiro em banco múltiplo ou que seria perdido com o aumento da concorrência no setor. A confirmação dessa inferência estaria a exigir um novo estudo de evento relativo à data em que cada conglomerado efetivou a sua transformação em banco múltiplo.

Apesar das restrições acima, e ainda tendo-se em conta que a metodologia aqui utilizada não está isenta de restrições, principalmente devido ao pequeno número de empresas incluídas na amostra, os resultados obtidos sugerem que a prática comum no Brasil de manter-se mais de uma companhia aberta no mesmo grupo econômico pode ser excessivamente onerosa, dificultando o crescimento

das empresas e inibindo o desenvolvimento do mercado acionário como fonte alternativa de capitais. Assim, a busca de flexibilidade proporcionada pela constituição de subsidiárias, caso seja realmente necessária — seja para contornar restrições legais, seja para facilitar o planejamento tributário —, deveria restringir-se a subsidiárias integrais.

Com a implementação do Proer, as instituições financeiras passaram a ter, novamente, fortes incentivos para fusões e incorporações, desta vez envolvendo companhias com controles acionários distintos. Criado especialmente para evitar a liquidação de instituições financeiras em dificuldades, tal programa concede, entre outros, benefícios fiscais e creditícios para reestruturações que resultem na transferência de controle acionário ou na modificação do objeto social das instituições envolvidas. Os resultados deste trabalho mostram, porém, que, se tais reestruturações resultarem no aumento de companhias vinculadas a um mesmo controle acionário com ações negociadas em bolsa de valores, os ganhos esperados com os benefícios governamentais podem ser anulados por uma reação negativa dos acionistas diante do temor de ocorrerem transferências de riqueza para aquela companhia em que seus interesses não estejam presentes. Naturalmente, as reestruturações a serem amparadas pelo programa governamental oferecerão fértil campo para pesquisas em que poderão ser novamente exploradas as conjecturas aqui analisadas relativas à adequação das formas societárias no sistema financeiro brasileiro. ♦

NOTAS

- (1) É interessante notar que, embora essa nomenclatura tenha sido imediatamente adotada pelo mercado, ela não estava prevista formalmente nas novas normas.
- (2) Por exemplo, AGE de 29 nov. 1989 do Banco Bandeirantes S.A.; AGE de 28 abr. 1989 do Banco América do Sul S.A.; e AGE de 20 fev. 1989 do Banco de Crédito Nacional S.A.
- (3) Ressalve-se apenas uma pequena nota na *Gazeta Mercantil* do dia 03 out. 1988, p.20, em que são mencionadas eventuais dificuldades que grandes conglomerados financeiros poderiam enfrentar para transformarem-se em banco múltiplo, devido às disposições na Lei 6.404/76 que prevêem o direito de recesso dos acionistas minoritários de companhias incorporadas, resgatando sua participação pelo valor patrimonial.
- (4) Citada em Fama (1991) como **Estudos de Eventos**, essa forma de eficiência de mercado procura verificar quão rapidamente os preços das ações reagem à chegada de novas informações.
- (5) As alíquotas e a base de cálculo têm variado ao longo do tempo. No ano fiscal de 1995, as instituições financeiras foram tributadas pelo imposto de renda à alíquota de 25% sobre lucros de até R\$ 180.000,00, com adicionais de 12% sobre a parcela de lucro situada entre R\$ 180.000,00 e R\$ 780.000,00 e de 18% sobre a parcela de lucro que exceder R\$ 780.000,00.
- (6) Para empresas do setor financeiro, as disposições legais (Lei 4.595/64, art.25) permitem a emissão de até 50% do capital social em ações preferenciais sem direito a voto, de modo que

NOTAS

- a proporção mínima exigida para manutenção do controle seja de apenas um quarto mais uma ação do capital total.
- (7) A magnitude do aumento na capacidade de alavancagem por meio desse artifício depende, obviamente, da quantidade de subsidiárias e é diretamente proporcional ao tamanho do capital de cada subsidiária criada. Por exemplo, para uma subsidiária com capital igual ao da controladora, a capacidade de alavancagem é o dobro da inicialmente observada, ou seja, o gestor conseguiria manter o controle das duas empresas com o correspondente a um oitavo mais uma ação do capital total.
- (8) Vide, por exemplo, Balanço Anual (1988).
- (9) Vide, por exemplo, Revista *Exame* (30 nov. 1988).
- (10) A participação, de fato, dos bancos estrangeiros como bancos múltiplos parece não ter se concretizado. Embora a conversão para a nova forma não discriminasse os bancos estrangeiros, a atuação com novas carteiras foi restringida pela autoridade monetária. Apesar disso, mantiveram-se as expectativas de maior abertura do setor.
- (11) Basicamente são: o valor esperado de e_{jt} é igual a zero e a sua variância é independente de t ; os e_{jt} são serialmente independentes; a distribuição de e_j é independente de R_{mt} .
- (12) Embora haja na literatura metodologias mais sofisticadas para tratamento de dados *missing* (Dimson, 1979; Maynes & Rumsey, 1993; Heinkel & Kraus, 1988), em geral elas não prevêem os casos, como o aqui analisado, em que há dependência *cross-sectional* motivada pela ocorrência do evento em um mesmo dia para todas as empresas.
- (13) Devido ao pequeno tamanho da amostra e a fim de assegurar que os resultados não fossem conduzidos por *outliers*, foi calculada a frequência de empresas com CARs significativamente diferentes de zero se analisadas individualmente. Nessas condições, de t_0 a t_4 , por exemplo, seis das sete empresas que compunham o Grupo II tiveram CARs positivos e, de t_5 a t_9 , as mesmas seis empresas tiveram CARs negativos. Para o Grupo I, a ausência de efeitos de *outliers* é menos óbvia: duas das cinco empresas que o compunham registraram CARs positivos de t_0 a t_4 , mas de t_0 a t_9 quatro apresentaram resíduos acumulados negativos. Devido à limitação de espaço, não foram apresentadas as frequências dos demais intervalos, as quais podem ser obtidas junto aos autores.
- (14) Esse viés decorre do fato de a significância estatística dos CARs ser sensível ao tamanho da **janela** e à distribuição de frequência dos resíduos (Brown & Warner, 1980). Por exemplo, se a **janela** fosse de t_0 a t_{24} , os resultados já seriam estatisticamente significantes ao nível de 10% para o Grupo I e para a diferença entre os grupos, embora a magnitude desta última (20,0%) permanecesse muito próxima à apurada na **janela** de t_0 a t_{29} .

RESUMO

Neste artigo analisou-se, através de um estudo de evento, qual a importância atribuída pelos acionistas a uma adequada estrutura societária em conglomerados financeiros a partir das alterações normativas no sistema financeiro brasileiro que criaram o banco múltiplo. Verificou-se que as taxas de retorno das ações daqueles bancos pertencentes a conglomerados financeiros que tinham mais de uma companhia com ações negociadas em bolsa de valores foram significativamente superiores às daqueles pertencentes a conglomerados que mantinham apenas uma companhia naquela condição. Esse comportamento é consistente com as proposições teóricas que prevêem a existência de significativos custos de agência em estruturas societárias que favoreçam a transferência de riqueza para companhias em que os interesses dos acionistas minoritários possam não estar presentes, como é o caso da manutenção de mais de uma companhia aberta dentro de um mesmo grupo econômico.

Palavras-chave: estudo de evento, grupos econômicos, custos de agência, banco múltiplo, transferência de riqueza.

ABSTRACT

This paper analyses, through an event study, how the shareholders value an appropriate organizational structure in financial conglomerates. Changes were consequence of regulation modifications in the Brazilian financial system with *banco múltiplo* creation. It was verified that banks shares belonging to financial conglomerates which had more than one public traded company had returns significantly higher than those with only public traded company. This results are consistent with the theoretical propositions foreseen the existence of relevant agency costs in organizational structures that allow wealth transfers between companies generating possible losses to minority shareholders.

Uniterms: event study, economic groups, agency costs, banco múltiplo, wealth transfer.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BALANÇO ANUAL. *Bancos estrangeiros avançam*. São Paulo, Gazeta Mercantil, p.357-358, 1988.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Manual de normas e instruções (MNI)*. Capítulos 1 e 2, 1995.
- BRASIL. Lei nº4.595, de 31 de dezembro de 1964.
- BRASIL. Lei nº6.404, de 15 de dezembro de 1976.
- BRIOSHI, F.; BUZZACCHI, L.; COLOMBO, M.G. Risk capital and the separation of ownership and control in business groups. *Journal of Banking and Finance*, v.13, p.747-772, 1989.
- BROWN, Stephen J. & WARNER, J.B. Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, v.8, p.205-258, 1980.
- _____. Using daily stock returns: the case of event studies. *Journal of Financial Economics*, v.14, p.3-31, 1985.
- CAMPELLO, Murillo & MORENO, Roberto. Instituições financeiras no brasil: tamanho e performance numa dimensão risco/retorno. ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 18. *Anais*, p.128-144, 1994.
- COMERLATO, Glória M. *A transferência de riqueza entre empresas de capital aberto de um mesmo grupo econômico — caso clínico*. Porto Alegre, 1994. Dissertação (Mestrado) — Universidade Federal do Rio Grande do Sul.
- DIMSON, Elroy. Risk measurement when shares are subject to infrequent trading. *Journal of Financial Economics*, v.7, p.197-226, 1979.
- EXAME. A festa pode ser dos clientes. São Paulo, *Revista Exame*, 30 nov. 1988. p.30-34
- FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: II. *Journal of Finance*, v.46, n.5, p.1.575-1.617, 1991.
- GAZETA MERCANTIL, setembro e outubro de 1988.
- HEINKEL, Robert & KRAUS, Alan. Measuring event impacts in thinly traded stocks. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.23, n.1, p.71-88, 1988.
- KLOECKNER, Gilberto de O. Estudos de evento: a análise de um método. ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 19. *Anais*, p.261-270, 1995.
- JENSEN, Michael C. & MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, n.3, p.305-360, 1976.
- MAYNES, Elizabeth & RUMSEY, John. Conducting event studies with thinly traded stocks. *Journal of Banking and Finance*, v.17, p.145-157, 1993.
- MORENO, Roberto. A concentração bancária e a conglomeração financeira. *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, v.10, n.32, p.303-314, 1984.
- PERDIGÃO, Luis A. *Conglomerados financeiros: análise de seu desempenho no Brasil*. IBMEC/Banco do Brasil S.A., 1983.
- PROCIANOY, Jairo L. Brazil: company partnership models. ANNUAL BALAS CONFERENCE. *Proceedings*, p.191-200, 1993.
- _____. *Os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo: evidências empíricas através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989*. São Paulo, 1994. Tese (Doutorado) — Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
- PROCIANOY, Jairo L. & COMERLATO, Glória M. A transferência de resultados entre empresas de capital aberto de um mesmo grupo econômico. *Revista de Administração*, São Paulo, v.29, n.2, p.38-48, abr./jun. 1994.
- SHARAV, Itzhak. Transfer pricing — diversity of goals and practices. *Journal of Accountancy*, v.137, n.4, p.56-62, 1974.