

DETERMINANTES DO ECONOMIC VALUE ADDED (EVA®) DAS INSTITUIÇÕES DO SEGMENTO DE BANCOS DA BM&FBOVESPA: UM ESTUDO COM OS INDICADORES DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

JOÃO PAULO AUGUSTO EÇA

Bacharel em Administração
Universidade Estadual de Montes Claros
Avenida Dr. Ruy Braga, S/N - Vila Mauriceia, Montes Claros - MG, 39401-089.
joaopauloeca@outlook.com
(38) 3229-8000

GERALDO ALEMANDRO LEITE FILHO

Doutor em Administração
Universidade Estadual de Montes Claros
Avenida Dr. Ruy Braga, S/N - Vila Mauriceia, Montes Claros - MG, 39401-089.
geraldo.alejandro@unimontes.br
(38) 3229-8000

JOÃO GUILHERME MAGALHÃES TIMÓTIO

Mestrando em Desenvolvimento Social
Universidade Estadual de Montes Claros
Avenida Dr. Ruy Braga, S/N - Vila Mauriceia, Montes Claros - MG, 39401-089.
j.guilhermemagalhaes@gmail.com
(38) 3229-8000

JARDEL NUNES MARTINS

Graduando em Administração
Universidade Estadual de Montes Claros
Avenida Dr. Ruy Braga, S/N - Vila Mauriceia, Montes Claros - MG, 39401-089.
jardelnunesm@gmail.com
(38) 3229-8000

Resumo

O objetivo das empresas que adotam a gestão baseada em valor é auferir uma remuneração que, além de cobrir os custos, despesas e margem de lucro, buscam remunerar os acionistas. Diante da importância da geração de valor nas empresas, tem-se a utilização do *Economic Value Added* – EVA®, que tem como objetivo medir o desempenho operacional, indicativo de criação ou destruição de valor. Além disso, dentre os métodos existentes para avaliação financeira das empresas, a análise fundamentalista caracteriza-se por dispor de indicadores que auxiliam o investidor a mensurar o valor real de uma empresa. Desta forma, verifica-se a importância das análises de empresas que compõe o sistema financeiro. Afinal, é o sistema financeiro que possui a capacidade de proporcionar uma melhor alocação dos recursos, reduzindo os custos entre devedores e emprestadores, sendo, portanto, considerado variável determinante para o crescimento econômico. Com isso, o presente estudo teve como objetivo

analisar se os indicadores da análise fundamentalista podem também ser direcionadores de criação de valor para as instituições bancárias. Para tanto, parte-se de uma abordagem quantitativa de cunho empírico-exploratório com análise econométrica utilizando Dados em Painel. Os 26 bancos que compõem o segmento bancário da BM&FBovespa tiveram seus dados trimestrais coletados do período que se estende de 2006 até 2014. Os resultados mostraram que os indicadores contábeis da análise fundamentalista (Giro do Ativo, Índice de Independência Financeira, Retorno sobre o Patrimônio Líquido e Grau de Alavancagem Financeira) possuem efeitos na criação de valor, sendo portanto determinantes da variável EVA[®].

Palavras chave: EVA[®], Análise Fundamentalista, Criação de valor.

Área temática do evento: Mercados Financeiro, de Crédito e de Capitais

1. INTRODUÇÃO

O sistema financeiro possui um importante papel na economia, sendo, portanto, considerada uma variável determinante para o crescimento econômico, acumulação de capital e mudança tecnológica. É o sistema financeiro que proporciona uma melhor alocação dos recursos, reduzindo os custos entre devedores e emprestadores. Com a existência de imperfeições no mercado como, por exemplo, a assimetria de informações e a discrepância de poder entre agentes, fez-se necessário então o estabelecimento de um sistema financeiro que, em síntese, deve agir a fim de mitigar tais imperfeições e, com isso, facilitar a troca entre agentes poupadores e tomadores de recursos. Além disso, mercados financeiros, quando eficientes, melhoram o bem-estar econômico dos consumidores ao permitirem que estes adquiram bens antes mesmo de possuírem o montante necessário para comprá-lo (SILVA; PORTO JÚNIOR, 2006; LEVINE, 1997).

Em linhas gerais em uma economia em que há um sistema financeiro eficiente poderá resultar, por conseqüência, em crescimento econômico. Basicamente há dois caminhos em que o sistema financeiro pode contribuir para o desenvolvimento econômico: a) acumulação de capital e b) inovação tecnológica (CLAUS; JACBOSEN; JERA, 2004). Tal desenvolvimento se dá com a contribuição de diversos agentes do sistema financeiro, dentre eles, destaca-se o papel dos bancos que, segundo Mishkin (2004), são considerados canalizadores de recursos para mutuários com grandes oportunidades de investimento o que, segundo o autor, assegura uma economia eficiente.

Levine (1997) salienta que estudos mostram que países que possuem grandes bancos e um mercado de capitais ativo crescem mais rápido ao longo dos anos. Além disso, um eficiente sistema bancário proporciona às indústrias e empresas dependentes de financiamento externo um crescimento significativo, comparado às nações que não detêm sistema bancário efetivo.

No Brasil, fatores tanto endógenos quanto exógenos contribuíram para que, nos últimos anos, o setor bancário passasse por diversas transformações. Foi com a implementação do Plano Real, através de fusões e aquisições, que o setor bancário se consolidou, tornando-se então concentrado e, ainda, reduzindo a relevância dos bancos públicos. No final dos anos 90 os bancos brasileiros operavam tendo que se adaptar às mudanças, como, por exemplo, a desregulamentação dos serviços financeiros, a competição global do setor bancário, o desenvolvimento de novas tecnologias e mudança estratégica das instituições financeiras. A partir de 2003 os bancos brasileiros, como um todo, atingiram importantes taxas, dando início

a um movimento ascendente de relação crédito/PIB (PAULA; FARIA, 2013; PAULA; OREIRO; BASILIO, 2013).

Já no que diz respeito à gestão, a forma convencional utilizada pelas empresas visa o incremento do lucro, mas essa orientação vem sendo desconstruída e repensada, isso porque a dinâmica atual do mercado exige uma postura baseada na geração de valor. Basicamente são dois fatores que levam as empresas a se reposicionarem visando gerar valor. O primeiro é a globalização, uma vez que provoca uma quebra nas barreiras de atuação das empresas e que, conseqüentemente, torna o mercado mais competitivo. O segundo fator é a velocidade com que as informações circulam, o que torna o mercado mais eficiente, assim, ativos que não geram valor são rapidamente identificados e, posteriormente, tendem a sofrer perdas no volume de investimento (WANDERLEY et al, 2002; ASSAF NETO, 2012).

Diante do exposto, a gestão baseada em valor passa ser utilizada para permanência competitiva das empresas no mercado. Com isso, o objetivo das empresas que adotam esse tipo de gestão é auferir uma remuneração que, além de cobrir os custos, despesas e margem de lucro, buscam remunerar os acionistas, acrescentando uma margem para cobrir suas expectativas e custo de oportunidade. Portanto, esse modelo de avaliação de desempenho tem o objetivo de gerar valor em vez de somente lucro, o que torna a empresa atrativa perante o mercado (Oliveira et al., 2002; Assaf Neto, 2012; Mctaggart, Kontes & Mankins, 1994).

Para gerar valor as empresas precisam utilizar de estratégias que as diferencie das demais, isso porque a vantagem competitiva de uma empresa não está atrelada ao seu desempenho passado, e sim nas estratégias futuras. E para dimensionar e controlar a geração de valor é utilizado direcionadores, que, por sua vez, são elemento/variáveis que geram influência no valor da empresa, conforme exposto por Assaf Neto (2012), Copeland, Koller e Murrin (2000). Os autores supramencionados ainda explicam que os indicadores variam de acordo com setor e ramo de atividade, sendo assim, os bancos podem ter direcionadores de valor diferentes das demais empresas, inclusive de outras instituições financeiras, pois eles possuem algumas especificidades como, por exemplo, criação de moeda.

Diante da importância da geração de valor nas empresas, tem-se a utilização do *Economic Value Added* – EVA[®], que, tem como objetivo medir o desempenho operacional, indicativo de criação ou destruição de valor. Os autores Assaf Neto (2012), Lima e Corrêa (2013) destacam que o EVA, por ser um índice influenciado pelo lucro operacional, é aconselhável que se faça adequações nos demonstrativos contábeis, pois, de acordo uma das metodologias utilizadas para o cálculo, tem-se a necessidade do conhecimento do custo médio ponderado de capital. Por fim, o EVA[®] além de servir como meio de controle e parâmetro de desempenho, auxilia na elaboração de metas de criação de valor e tomadas de decisões.

Na literatura empírica estrangeira trabalhos de autores como Rappaport (2001); Copeland, Koller e Murrin (2002) e Grant (2003) salientam a importância da gestão baseada em valor, bem como a utilização de indicadores que possibilitem às empresas identificarem fatores que proporcionem a criação de valor. Já entre os diversos trabalhos nacionais que discutem a geração de valor, destaca-se o estudo de Corrêa, Assaf Neto e Lima (2010), que tem sua importância evidenciada, sobretudo, nos resultados da pesquisa na qual define os indicadores financeiros tradicionais que são direcionadores de valor de empresas não-financeiras de capital aberto.

A análise fundamentalista, por seu turno, surgiu tendo como premissa a identificação de títulos precificados abaixo de seu preço de equilíbrio. Isto posto, ao adquirir tal título e mantê-los com a esperança de que atinjam seu preço de equilíbrio, o detentor do título pode auferir, portanto, um ganho de capital. Para que isso seja possível, a análise fundamentalista baseia-se na utilização de informações financeiras atuais e históricas com intuito de mensurar o valor

intrínseco do título e, portanto, elaborar estratégias de investimento (WALTER, 1974; PIOTROSKI, 2005).

Desta forma, sendo o objetivo da análise fundamentalista dispor de indicadores que auxiliem na mensuração do valor real de uma empresa, seriam estes indicadores também direcionadores de criação de valor?

Tem-se então a existência de uma lacuna na literatura financeira no que tange à definição de direcionadores de valor para instituições financeiras. O que, por sua vez, ocorre a despeito da importância de tais instituições, sobretudo bancárias, para o desenvolvimento da economia. Diante disso, o presente estudo surge com o objetivo de identificar os determinantes da criação de valor para instituições financeiras, mais especificamente instituições bancárias, listadas na BM&FBOVESPA. Para tanto, parte-se de uma abordagem quantitativa de cunho empírico-exploratório com análise econométrica utilizando Dados em Painel. Os dados contemplados na análise foram secundários, oriundos dos sites da BM&FBovespa e Banco Central do Brasil – BC. Portanto, os 26 bancos que compõem o segmento bancário da BM&FBovespa tiveram seus dados trimestrais coletados do período que se estende de 2006 até 2014.

Este estudo será apresentado da seguinte forma: na primeira seção tem-se esta introdução, na segunda seção apresenta-se a fundamentação teórica, na terceira e quarta seção, tem-se respectivamente a abordagem metodológica e a análise dos resultados. Na última seção apresentam-se as considerações finais.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1.Importância Do Segmento De Bancos No Desenvolvimento Econômico

O sistema financeiro é composto por diversos intermediários que, para Silva e Porto Júnior (2006, p. 426) são representados pelo “Banco Central, além de bancos comerciais e de investimentos, corretoras de valores, fundos de investimentos, fundos de pensão, bolsas de valores e companhias de seguro”. Joseph Schumpeter, desde 1911, argumentava em seus estudos sobre a intrínseca relação entre os serviços disponibilizados pelos intermediários financeiros e desenvolvimento econômico. Em consonância com as perspectivas de Shumpeter, o estudo empírico realizado por Robert King e Ross Levine objetivou verificar a associação entre desenvolvimento financeiro e desenvolvimento econômico, onde utilizaram dados de mais de 80 países entre os anos de 1960 e 1989. Os resultados indicaram, tal como nos estudos de Schumpeter, uma relação robusta entre o desenvolvimento financeiro e as taxas de desenvolvimento econômico tanto atuais como futuras (KING; LEVINE, 1993).

Silva e Porto Júnior (2006) apontaram ainda estudos cujos autores desenvolveram modelos que também associam o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico, a saber: Bencivenga e Smith (1991); Khan (1999); Pagano (1993); Becsi e Wang (1997); Levine (1997); Bebczuk (2001). Tais estudos, em suma, apresentam modelos que demonstram que a efetiva alocação de recursos financeiros está ligada a uma maior captação de poupança e a conseqüente transferência de recursos em forma de empréstimos que, por sua vez, melhoram o capital físico e humano gerando assim desenvolvimento econômico.

Assim como Silva e Porto Júnior (2006), Claus e Jera (2004) colocam sobre relevo a importância do sistema financeiro para o crescimento econômico, afinal, a melhor alocação de recursos reduz os custos da movimentação entre poupadores e tomadores de recursos como também proporcionam a diminuição da assimetria informacional. Os autores ainda salientam

que há dois canais os quais o sistema financeiro consegue, efetivamente, proporcionar o desenvolvimento econômico: acumulação de capital e inovação tecnológica.

No que diz respeito à acumulação de capital, esta pode ser obtida através de três fatores sendo que, o primeiro, é com a redução de custos da movimentação de recursos entre tomadores e emprestadores, fazendo assim com que sejam liberados recursos para outros fins como consumo, investimento e acumulação de capital. O segundo fator é tornando os investimentos de longo-prazo mais atraentes fazendo com que indivíduos e famílias decidam por poupar seu dinheiro ao invés de utilizá-lo de uma forma menos produtiva. E, por fim, os intermediários financeiros, por meio da realocação de recursos para um uso mais produtivo, tendem a afetar a acumulação de capital e, por conseguinte, a taxa de retorno dos depósitos. Já no que tange à inovação tecnológica, ao financiar empresas que possuem planos de negócio inovadores, mas cujas informações disponíveis são escassas e com poucos dados disponíveis, os intermediários então se tornam um canal de difusão tecnológica o que, dessa forma, tende a aumentar os ganhos de produtividade da economia.

Diante desse contexto, tem-se o setor bancário como um proeminente intermediário financeiro desempenhando papel importante na captação de recursos destinado a mutuários com grandes oportunidades de investimento o que, por consequência, torna o setor fundamental para o desenvolvimento econômico. Além disso, a literatura financeira tende a considerar o setor bancário como um representante legítimo do sistema financeiro, fundamentando-se no fato de que é os bancos a grande fonte de recursos externos das empresas não-financeiras (SILVA; PORTO JÚNIOR, 2006; MISHKIN, 2004).

2.2. A Gestão Baseada em Valor e o EVA

Uma empresa só gera riqueza econômica, quando for capaz de oferecer um retorno que cubra pelos menos o custo de oportunidade dos acionistas, esse é o princípio fundamental para uma gestão baseada em valor. Organizações que adotam esse tipo de gestão, focadas em criar valor, não se preocupam apenas com o resultado final, mas sim, com todo processo até ele. As mudanças decorrentes deste novo posicionamento vão além do controle do lucro gerado, parte de um posicionamento que busca entender os direcionadores de valor, criação de novas estratégias, tomada de decisões eficazes e políticas empresariais (ASSAF NETO, 2012).

As organizações que adotam uma gestão baseada em valor utilizam de ferramentas para mensurar seu desempenho e o valor gerado, e para isso, desconsidera-se o lucro no seu sentido contábil, pois esse representa apenas um resultado limitado e temporal. O autor Assaf Neto (2012) recomenda a utilização do EVA[®] para medir o lucro econômico, sendo possível identificar quanto a empresa gerou de valor, considerando tanto a estrutura de capital como o custo de oportunidade dos acionistas. Anthony e Govindarajan (2002) argumentam que o resultado encontrado através do cálculo do EVA[®] terá um significado muito próximo ao conceito de lucro residual, que significa sobra de lucro após todos os custos terem sido cobertos. Com este resultado é possível tomar decisões e avaliar seus ativos de forma mais efetiva, pois o EVA[®] fornece base para identificar os recursos que criam valor para a empresa e seus respectivos resultados, além de contribuir para análise da estrutura de capital (próprio e de terceiros) e o impacto dos seus custos no resultado final.

São inúmeros os benefícios decorrentes da utilização do EVA[®] como medida de desempenho para as organizações, Anthony e Covindarajan (2002) ressaltam que essa metodologia permite utilizar diferentes taxas de retornos para diferentes ativos, dessa forma é possível dimensionar o retorno de investimentos específicos, e também de forma global na empresa. Wernke e Cláudio (2003) reforçam que graças a essas especificidades do EVA[®] é

possível que os administradores consigam definir se determinado nível de capital está rendendo mais do que custa. Outro ponto positivo da utilização do EVA[®] defendido por Lopo *et al* (2001) é a capacidade de mobilizar os gestores sobre o resultado esperado pelos investidores, bem como sua simplicidade de compreensão.

Apesar de ser a forma mais recomendada para avaliar o retorno sobre investimentos, a fórmula do EVA[®] não é perfeita, por isso, adaptações nos demonstrativos contábeis são necessárias. Considerando o objetivo do EVA[®], é importante que o desempenho operacional esteja bem evidenciado, pois ele é ponto crítico na geração de valor para as empresas. Depois de feita as adequações, o resultado dos demonstrativos estará mais próximo da realidade. Tais alterações são pertinentes visto que diminui falhas contábeis, como em calcular o lucro desconsiderando o custo de oportunidade como despesa econômica (ASSAF NETO, 2012; WANDERLEY *et al*, 2002).

Portanto, no que concerne a gestão baseada em valor, o EVA[®] se destaca como método mais completo para se avaliar as empresas como afirma Assaf Neto (2012 p.179) “todas as evidências de mercado indicam uma forte correlação positiva entre EVA[®] e o preço de mercado da empresa”.

A geração de valor é um tema que obteve reconhecimento de sua importância e sua posterior difusão no cenário mundial, apenas após os anos 80 sendo, por conseguinte, parte integrante da moderna teoria financeira. Com isso, grande número de administradores passou a pesquisar sobre direcionadores de valor nas empresas (CORRÊA, ASSAF NETO; LIMA, 2010)

Na literatura estrangeira trabalhos de autores como Rappaport (1998); Copeland, Koller e Murrin (2005) e Grant (2003) salientam a importância da gestão baseada em valor bem como a utilização de indicadores que possibilitem as empresas identificarem fatores que proporcionem a criação de valor. Copeland, Koller e Murrin (2002), em sua obra, evidenciam as consequências maléficas que diversos países no globo sofreram por não terem suas empresas focadas na criação de valor. Sendo assim, os autores escreveram sua obra com objetivo de servir de guia para gestores que desejam criar valor em suas empresas. De maneira semelhante, os trabalhos de Rappaport (1998) e Grant (2003) colocam sobre relevo o papel do EVA[®] enquanto uma medida de sucesso financeiro e, ainda, como informação relevante auxiliadora na tomada de decisão de gestores.

No Brasil, a geração de valor nas organizações é amplamente discutida em estudos científicos. Destaca-se o trabalho seminal de Corrêa, Assaf Neto e Lima (2010), na qual resultou na identificação dos indicadores financeiros tradicionais que explicam a criação de valor de empresas não financeiras de capital aberto.

O presente estudo surge, portanto, com o intuito de preencher a lacuna existente na literatura financeira brasileira no que diz respeito a estudos que tratem de direcionadores de valor para instituições financeiras de capital aberto.

2.3. Análise Fundamentalista

A utilização da análise fundamentalista dentro das pesquisas de mercados de capitais se tornou bastante comum ao longo dos últimos anos sustentada principalmente pela crescente literatura posicionada de forma contrária à hipótese de eficiência de mercado (Kothari, 2001). Para Wazter (1974) “A análise fundamentalista é uma dentre um conjunto de estratégias que têm sido empregadas há muito tempo com o objetivo de aumentar os lucros decorrentes do mercado de ações”.

O mercado continuamente busca identificar o real valor das empresas, bem como averiguar se este valor encontra-se em sintonia com o preço pelo qual as ações são vendidas.

A análise fundamentalista consiste em determinar, por meio de indicadores oriundos dos demonstrativos contábeis, o valor de uma empresa sem necessariamente ter como parâmetro os preços pelos quais a empresa é negociada no mercado de capitais. Estes serviriam como comparativo a fim de verificar se há ocorrência de erros de precificação e, portanto, podendo figurar-se como uma oportunidade de investimento (LEV E THIAGARAJAN, 1993; WALTER, 1974).

Em consonância com os autores supramencionados, Kothari (2001) argumenta que a mensuração do valor de uma empresa é de interesse tanto de acionistas como de investidores e credores. Segundo o autor, o objetivo central da análise fundamentalista é identificar se os valor mobiliários estão, de fato, com os preços corretos. Além de usar as informações obtidas pelas demonstrações financeiras atuais e passadas, como também dados do setor em que a empresa atua, como também variáveis macroeconômicas. Figura-se como uma oportunidade de ganho caso exista uma diferença entre o preço em que uma ação é negociada e o seu valor intrínseco Kothari (2001).

Segundo Palepu (2000) a análise fundamentalista pode ser estruturada em quatro etapas, a saber: a) análise estratégica do negócio, diz respeito ao *know how* sobre o negócio em que se atua como também as estratégias estabelecidas; b) análise contábil, envolve a verificação das regras e convenções contábeis para que, desta forma, possa verificar se tais regras e convenções encontram-se em acordo com a real situação econômica e estratégia da empresa; c) análise financeira, por intermédio de índices financeiros e medidas de performance, e sua devida comparação dentro de uma perspectiva histórica e d) análise prospectiva, baseia-se no desenvolvimento de projeções de demonstrativos financeiros e na utilização deste para estimar o valor da companhia.

Uma vez que o objetivo da empresa é a maximização da riqueza dos proprietários e, além disso, sendo o objetivo da análise fundamentalista dispor de indicadores que auxiliem na mensuração do valor real de uma empresa, seriam estes indicadores também direcionadores de criação de valor? Portanto, buscar-se-á na seção seguinte elucidar a metodologia pela qual o presente trabalho se sustentou para composição de um modelo que satisfaça o presente problema de pesquisa.

3. ABORDAGEM METODOLÓGICA

Na literatura empírica sobre a gestão baseada em valor, destaca-se os estudos de (RAPPAPORT, 1998; COPELAND, KOLLER & MURRIN, 2005; GRANT, 2003; CORRÊA, ASSAF NETO E LIMA, 2013), no qual investigaram os direcionadores/determinantes/drivers da criação de valor, identificando que a moderna gestão parte do objetivo não só de gerar lucros no curto prazo, mas sim de criar valor para os proprietários de capital, permitindo a continuidade do negócio. Em relação aos indicadores de criação de valor aplicado em bancos, tem-se os estudos de Thampy e Baheti (2000), que investigam a evolução do EVA[®] de bancos da Índia, e o estudo de Popa *et al* (2009), que compara o indicador EVA[®] e os indicadores contábeis tradicionais de desempenho, ROA e ROE. Porém, não foram identificados estudos sobre alguma relação determinística entre os indicadores da criação de valor para instituições financeiras, mais especificamente instituições bancárias, e outros indicadores.

Portanto, tem-se como objetivo principal neste estudo: verificar os indicadores contábeis da análise fundamentalista que são determinantes do *Economic Value Added* – EVA[®], de bancos que compõem o segmento de mesmo nome da BM&FBovespa (no ano de 2016). Para tanto, parte-se de uma abordagem de avaliação quantitativa de cunho empírico-exploratório.

Trabalhou-se com dados secundários, coletados nos *sites* da BM&FBovespa, Banco Central do Brasil – BC, para o cálculo dos indicadores contábeis tradicionais (grupo que representa variáveis explicativas do estudo) e o indicador da gestão baseada em valor, na forma do EVA[®] (variável dependente), este último requer o cálculo do custo de capital, e no caso das instituições bancárias, segundo Bastos (1998), pode-se utilizar para tanto, uma *proxy* que se dá pela multiplicação do capital da Basiléia pelo custo de oportunidade para o acionista, este na forma de um ativo livre de risco, onde utilizou-se como *proxy* a taxa SELIC anual acumulada.

Ainda em relação aos dados, foram trimestrais, se estendem do período de 2006 até 2014. Tem-se, portanto, uma série expressiva, que evita problemas que podem ser causados por eventos isolados, que poderiam enviesar os resultados. Ressalta-se a confiabilidade e aceitabilidade dos mesmos, por serem extraídos em fonte segura e regulada no mercado financeiro brasileiro.

Para a organização e processamento, utilizou-se dos *softwares* Microsoft Excel e Stata 12. O foco da análise caracteriza-se por todas as instituições que compõem (no ano de 2016) o segmento de bancos da BM&FBovespa, sendo o total de 26. Ressalta-se que destas 26, apenas 4 foram excluídas por apresentarem problemas que prejudicariam os efetivos resultados.

Para o processamento dos dados, utilizou-se o modelo econométrico de dados em painel, conforme exposto por Gujarati (2006) e Fávero *et al* (2014). A seguinte equação 1, apresenta-se o modelo descrito:

$$Y_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 X_{2i,t} + f_{i,t} \quad (1)$$

Onde $f_{i,t}$ representa o efeito invariante no tempo e o termo $I_{i,t}$ refere-se ao erro aleatório.

Na tabela 1, apresenta-se todas as variáveis utilizadas neste estudo.

Tabela 1 Variáveis utilizadas neste estudo.

Variável	Cálculo	Interpretação
Imobilização do Capital Próprio (ICP)	ICP = Ativo Permanente/ Patrimônio Líquido	Representa o quanto (%) do Patrimônio Líquido está alocado em ativos permanentes
Índice de Independência Financeira (IDF)	IDF = Patrimônio Líquido/Ativo Total	Representa o quanto (%) do Patrimônio Líquido que está alocado no ativo total.
Grau de Alavancagem Financeira (GAF)	GAF = Retorno sobre o Patrimônio Líquido/Retorno sobre o Ativo	Indicador de risco, indica a existência de capital de terceiros de longo prazo na estrutura de capital >1 alavancagem)
Giro do Ativo (GA)	GA = Receitas Líquidas/ Ativo Total	Indicador de Produtividade/Eficiência no uso dos ativos. (> 1 a empresa girou seus ativos). Quanto maior, melhor.
Giro do Patrimônio Líquido (GPL)	GPL= Receita Líquida/ Patrimônio Líquido	Indicador de Produtividade/Eficiência no uso do patrimônio líquido. (> 1 a empresa girou seu capital próprio). Quanto maior, melhor

Retorno sobre o Ativo (ROA)	$ROA = \text{Lucro Líquido} / \text{Ativo Total}$	Indica o quanto que a empresa ganhou ou perdeu com os resultados de seus investimentos totais. Quanto maior, melhor.
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	$ROE = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$	Indica o quanto que a empresa ganhou ou perdeu em relação ao total do capital próprio. Quanto maior, melhor.
Margem Operacional (MOP)	$MOP = \text{Lucro Operacional} / \text{Receita Líquida}$	Indica o lucro das operações antes do imposto de renda e da remuneração dos capitais
Liquidez Geral (LG)	$LG = \text{Ativo Circulante} / \text{Passivo Circulante}$	Indica a capacidade de pagamento da empresa saldar seus compromissos no curto e no longo prazo.
Spread Bancário Ex Post (SBExP)	$SBExP = [(Receitas \text{ das Operações de Crédito} / \text{Operações de Crédito}_{i,t} + \text{Operações de Crédito}_{i,t-1}) / 2] - [Despesas \text{ das Operações de Crédito} / (\text{Custo de Captação de Depósitos}_{i,t} + \text{Custo de Captação de Depósitos}_{i,t-1})]$	Indicador Componente do Lucro Bancário. Diferença entre o que o banco paga para obter recursos e o que recebe ao emprestá-los. Quanto maior, melhor.
Logaritmo do Ativo Total (ATLN)	$ATLN = \text{logaritmo do ativo financeiro.}$	Utilizada como variável de controle do tamanho da firma.
<i>Economic Value Added</i> – EVA®	$EVA^{\circledR} = ROI - WACC$	Representa o valor econômico criado/adicionado, que supera remuneração mínima, riscos e custos dos capitais

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em Assaf Neto (2014), Matarazzo (2003), Piotroski (2005) e FIPECAF (2005).

Ressalta-se não haver uma teoria que indique a relação entre tais indicadores com os indicadores da gestão baseada em valor, porém, assim como no estudo de Corrêa, Assaf Neto e Lima (2013), parte-se para uma investigação exploratória para a construção do modelo empírico. Tendo em vista que os indicadores contábeis tradicionais, ou indicadores fundamentalistas de desempenho, por refletirem efetivos resultados da gestão de uma organização, podem explicar a criação de valor.

3.1 Modelo Empírico

Tem-se como base principal para a elaboração do modelo empírico, o estudo realizado por Corrêa, Assaf Neto e Lima (2013), no qual investigou se os indicadores financeiros tradicionais (na forma de indicadores contábeis de desempenho), explicam a geração de valor, utilizando como variável dependente o EVA® ou como denominado no estudo Valor Econômico Agregado – VEA, tendo como foco de análise todas as empresas listadas na BM&FBovespa, exceto as que são do ramo financeiro. Verificando relação positiva.

Ainda, no sentido do estudo acima, não fora identificado estudos similares ou correlatos que tenham como foco instituições financeiras, mais especificamente bancos brasileiros, como se propõem neste.

Utilizou-se o modelo econométrico de dados em painel, que permite uma estimação mais eficiente e tradução mais efetiva de resultados. Este segundo Gujarati (2006), possui duas formas principais, que se distinguem em modelo de Efeitos Fixos – EF e modelo de Efeitos Aleatórios – EA. E para que se verifique qual dos modelos, acrescentando-se ainda o

modelo POOL, apresenta-se como mais adequado para análise, faz-se testes pós estimação, na forma dos testes de Chow, teste LM de Breusch-Pagan e teste de Hausman.

Portanto, o modelo empírico deste estudo, ficou assim estruturado:

$$EVA_{i,t}^{\text{®}} = \beta_0 + \beta_1 ICP_{i,t} + \beta_2 IDF_{i,t} + \beta_3 GAF_{i,t} + \beta_4 GA_{i,t} + \beta_5 GPL_{i,t} + \beta_6 ROE_{i,t} + \beta_7 MOP_{i,t} + \beta_8 LG_{i,t} + \beta_9 SPexI_{i,t} + \beta_{10} MOPI_{i,t} + \beta_{11} ATLN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Onde: $\varepsilon_{i,t}$ representa o efeito invariante no tempo e o termo $\varepsilon_{i,t}$ refere-se ao erro aleatório.

Em relação aos efeitos esperados, entre as variáveis explicativas e a variável dependente, ressalta-se que como nos estudos expostos (RAPPAPORT, 1998; COPELAND, KOLLER E MURRIN, 2005; GRANT, 2003; CORRÊA, ASSAF NETO E LIMA, 2013), os resultados para os determinantes da criação de valor, apresentam-se com efeitos ambíguos, portanto, preferiu-se não estabelecer hipóteses específicas.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Como o estudo parte de uma abordagem quantitativa, de cunho empírico-exploratória, processou-se primeiro, uma matriz de correlação para o auxílio na investigação das relações entre as variáveis. Ressalta-se que não se estabeleceu hipóteses específicas para as possíveis relações. Também, nos resultados desta, pode-se verificar possíveis indícios de multicolinearidade que podem comprometer as estimativas de regressão. Conforme pode ser observado na tabela 2.

Tabela 2: Matriz de Correlação

	EVA	ICP	IDF	GAF	GA	GPL	ROE	MOP	LG	Sbex	ATLN
EVA	1										
ICP	0.1618	1									
IDF	0.7927	0.2057	1								
GAF	-0.0036	0.1717	-0.2848	1							
GA	0.2468	-0.2366	-0.3669	-0.1232	1						
GPL	-0.3937	-0.0098	-0.3648	0.6078	0.4896	1					
ROE	0.3763	-0.0262	0.0988	-0.1913	0.1001	0.1332	1				
MOP	-0.2993	-0.3869	-0.2257	-0.1853	0.1348	-0.0257	0.3001	1			
LG	0.3338	-0.1779	0.4693	-0.4075	-0.1461	-0.4476	-0.0664	0.3418	1		
Sbexp	0.3913	-0.1284	0.367	-0.326	0.0857	-0.1386	0.3282	0.3405	0.6178	1	
ATLN	0.0417	0.5565	0.1794	0.1455	-0.3993	-0.1018	0.0285	-0.167	-0.1901	-0.2444	1

Fonte: Elaborado pelos autores.

A partir da matriz de correlação, verificou-se associação significativa a 1% entre os indicadores contábeis tradicionais e o EVA[®]. Sendo os indicadores Imobilização do Capital Próprio – ICP, Índice de Independência Financeira – IDF, Giro do Ativo – GA, Retorno sobre o Patrimônio Líquido – ROE, Liquidez Geral – LG, Spread Bancário *ex post* – SBexp, apresentaram-se com coeficiente de variação positivo. Já os indicadores Grau de Alavancagem Financeira – GAF, Giro do Patrimônio Líquido – GPL e Margem Operacional

– MOP, apresentaram-se com coeficiente de variação negativo, logo, associação inversa com a variável dependente.

Para atingir o objetivo principal deste estudo, fora estimada inicialmente uma regressão linear múltipla com dados empilhados com avaliação dos pressupostos teóricos do modelo, segundo Gujarati (2006). Primeiro verificou-se a existência da multicolinearidade por meio do teste *Variance Inflation Factor for Independent Variables* – VIF, os resultados sugeriram ausência (todas variáveis com $VIF < 5$). Verificou-se também a normalidade dos dados por meio do teste de Reseta de Ramsey, os resultados sugeriram normalidade ($Prob > F = 0.0000$). Posteriormente, investigou-se a existência da heteroscedasticidade, por meio dos testes de Breusch-Pagan ($Prob > Chi2 = 0.0000$) e teste White ($Prob > Chi2 = 0.0000$), no qual os resultados sugeriram a não heteroscedasticidade, logo, dados de variância homocedásticos.

Posteriormente, fora estimado o modelo de regressão de dados em painel, nas suas formas estática (Efeitos Fixos – EF) e dinâmica (Efeitos Aleatórios – EA). A partir da decomposição de variância para cada uma das variáveis, observou-se que os bancos são invariantes ao longo do tempo, com variação *within* igual a zero, verificou-se também que a variável referente ao tempo (trimestres), apresenta-se invariante entre os bancos, com *between* igual a zero.

Para verificar qual das estimações (MQO, EF ou EA) apresenta-se mais adequada para análise, realizou-se o teste do Multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan (LM), para comparar a estimação MQO com EA, o qual apontou o EA como mais adequada ($Prob > Chibar2 = 0.0000$), o teste de Chow para comparar a estimação MQO com EF, o qual sugeriu o MQO como mais adequado ($Prob > F = 0.0000$). Por fim, aplicou-se o teste de Hausman para comparar qual estimação entre EA e EF apresentava-se mais adequada, o qual verificou-se que as diferenças entre os coeficientes é não sistemática, logo, sugeriu-se o modelo EA como mais adequado, ($Prob > Chi2 = 0.0000$).

A seguinte tabela 3, apresenta os resultados dos modelos de regressão.

Tabela 3: Resultados das Estimativas de Regressão

EVA Variáveis	MQO		Efeitos Fixos - EF		Efeitos Aleatórios - EA	
	Coefficiente	P-value	Coefficiente	P-value	Coefficiente	P-value
ICP	0.0202115	0.906	-0.7020455	0.006	0.4328705	0.78
IDF	1.87217	0	0.1910558	0.011	1.11329	0
GAF	0.0270099	0.081	0.1010606	0	0.0548217	0
GA	4.242859	0.001	12.62263	0	6.991491	0
GPL	-1.606664	0	-2.114122	0	-1.81301	0
ROE	0.1348745	0	0.1305276	0	0.1405137	0
MOP	-0.0595501	0	-0.049665	0	-0.0550487	0
LG	0.8571975	0.002	-0.442449	0.037	0.30179	0.247
Spexp	0.3348321	0.004	-0.41084	0	0.0089518	0.942
ATLN	-0.5444927	0	-1.559807	0	-0.7634673	0
Constante	5.802115	0	18.32895	0	8.76562	0
R2 Ajustado	0.8544		0.7861		0.8038	
Prob > F	0		0		0	
Observações	792		792		792	

Fonte: Elaborado pelos Autores.

Assim, verifica-se a partir do modelo de Efeitos Aleatórios – EA, que o *Economic Value Added* – EVA[®] pode ser explicado em 80,31% pelo conjunto das variáveis referentes

aos indicadores contábeis tradicionais. A estimação foi significativa a 0,001 (teste F). As variáveis Imobilização do Capital Próprio – ICP, Liquidez Geral – LG e Spread Bancário *ex post* – Spexp, apresentaram coeficiente de variação não significativo.

Esperava-se que o indicador Spexp apresentasse com coeficiente de variação significativo por ser considerado um dos componentes do lucro bancário, contudo, a não significância pode ser compreendida devido ao fato de que o Spread *ex post*, embora tenha os efeitos dos custos de captação incorporados de forma automática, as taxas que envolvem a aplicação são diluídas apenas ao longo do tempo (DANTAS, MEDEIROS E CAPELLETTO, 2012). Em outros termos, como o Spexp apresenta o resultado da intermediação financeira no curto prazo, logo, não reflete, portanto, a criação de valor econômico no longo prazo.

Percebe-se que a variável Liquidez Geral – LG também não apresentou significância estatística, tal fato pode ser interpretado como a irrelevância no que diz respeito a preferência pela liquidez e aversão ao risco por parte das instituições, no que diz respeito à criação de valor para o acionista. Dessa forma, constata-se que uma maior liquidez para cobertura dos passivos não necessariamente contribui para a criação de valor para o acionista.

A exemplo da Liquidez Geral – LG, a variável Imobilização do Capital Próprio – ICP também não apresentou significância estatística, ensejando assim que a alocação do patrimônio líquido em ativos permanentes não tem relação com a criação de valor para os acionistas. Este resultado, porém, pode ser compreendido como que, aquilo que de fato traz retorno para empresa e, portanto, seria um indicador de criação de valor, é a qualidade dos ativos dos bancos. Ou seja, o valor do ativo, per se, não tem capacidade de indicar obtenção de resultados e, portanto, é compreensível que também não seja um indicadores de criação de valor.

Em relação aos efeitos das variáveis explicativas no *Economic Value Added* – EVA[®], verificou-se coeficiente de variação positivo nas variáveis: Índice de Independência Financeira – IDF, Grau de Alavancagem Financeira – GAF, Giro do Ativo – GA, Retorno sobre o Patrimônio Líquido – ROE. Verificou-se coeficiente de variação negativo nas variáveis: Giro do Patrimônio Líquido – GPL, Margem Operacional – MOP, além da variável de controle do tamanho das instituições, na forma do Logaritmo do Ativo Total – ATLN. Ressalta-se a característica exploratória do estudo, que pode contribuir além dos objetivos propostos, para a construção de uma teoria.

Portanto, verificou-se a relação positiva entre o coeficiente de variação do Índice de Independência Financeira – IDF e o EVA[®], indicando que um maior grau de independência financeira das instituições, ou seja, um maior nível de investimentos via capital próprio, possui efeitos positivos na criação de valor econômico, traduzida na variável dependente deste estudo.

Verificou-se relação positiva entre o coeficiente de variação do Grau de Alavancagem Financeira – GAF e o EVA[®], ressalta-se que de baixo grau, resultado que pode indicar que a técnica de multiplicação da rentabilidade via criação de moeda escritural, contribui para a criação de valor.

Em relação ao Giro do Ativo – GA, foi a variável com maior coeficiente de variação de relação positiva com o EVA[®], indicando que uma maior capacidade por parte das instituições em girar seus ativos, contribui fortemente para a criação de valor econômico.

A última variável que se apresentou com coeficiente de variação positivo com o EVA[®], foi o Retorno sobre o Patrimônio Líquido – ROE, indicando que um maior retorno proporcionado pelo patrimônio líquido, ou seja, pelo capital próprio, influencia positivamente a criação de valor econômico. Corroborando com o estudo de Corrêa, Assaf Neto e Lima (2013), que identificou que as duas variáveis mais determinantes para a criação de valor

econômico em seu estudo, foram o Retorno sobre o Ativo – ROA e Retorno sobre o Patrimônio Líquido – ROE.

Em relação às variáveis de coeficiente de variação negativo, verificou-se que o Giro do Patrimônio Líquido – GPL, apresentou-se relacionada negativamente com a criação de valor, esperava-se identificar uma relação positiva que justificaria os resultados obtidos no ROE, e também do GA, sendo, portanto, necessário a realização de pesquisas mais específicas para identificar as causas desta relação.

A outra variável de coeficiente de variação negativo foi a Margem Operacional – MOP, mesmo que de baixo grau, sugere-se que a margem auferida nas operações não são capazes de gerar valor econômico, na forma do EVA[®].

Portanto, a partir dos resultados apresentados, pode-se inferir que considerando o grupo explicativo na forma de indicadores contábeis da análise fundamentalista, os principais determinantes para a formação do *Economic Value Added* – EVA[®], ou seja, para a criação de valor econômico para as instituições do segmento de bancos da BM&FBovespa, e seus respectivos coeficientes de variação são: Giro do Ativo – GA (6.99), Índice de Independência Financeira – IDF (1.12), Retorno sobre o Patrimônio Líquido – ROE (0.14) e Grau de Alavancagem Financeira – GAF (0.05).

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Por se tratar de um estudo de abordagem quantitativa de cunho empírico-exploratório, considera-se que o principal objetivo foi alcançado, identifica-se que os indicadores contábeis da análise fundamentalista, ou indicadores contábeis tradicionais, possuem efeitos na criação de valor, na forma da variável EVA[®], bem como apresentam-se como determinantes desta, mais especificamente as variáveis explicativas: Giro do Ativo – GA, Índice de Independência Financeira – IDF, Retorno sobre o Patrimônio Líquido – ROE e Grau de Alavancagem Financeira – GAF.

Como limitação do estudo, tem-se a falta de uma teoria que relaciona a criação de valor com os indicadores contábeis tradicionais de desempenho, ressalta-se que não fora identificado na literatura. Porém, existem estudos que investigam tais relações, conforme o estudo de Corrêa, Assaf Neto e Lima (2013), que analisou todas as empresas listadas na BM&FBovespa (exceto em instituições financeiras), verificando a relação positiva e determinística, e com base nos resultados deste estudo, no qual também verificou-se a relação positiva e determinística entre tais variáveis em instituições financeiras do segmento de bancos da BM&FBovespa.

Conclui-se que com a identificação dos principais determinantes da criação de valor das instituições do segmento de bancos da BM&FBovespa que, por sua vez apresentaram um forte poder explicativo do modelo (>80%), pode-se contribuir, acrescentando uma investigação relacionada às organizações financeiras, com o complemento da literatura empírica nacional que investiga os determinantes da criação de valor econômico, no qual ainda não havia verificado tais relações, focando apenas em organizações não financeiras, como o estudo de Corrêa, Assaf Neto e Lima (2013).

Como sugestão para investigações futuras, pode-se replicar a pesquisa englobando todas as instituições do segmento de bancos no Brasil, não apenas os listados na BM&FBovespa, como feito neste estudo. Também, sugere-se utilizar como variável dependente o outro indicador mais conhecido da gestão baseada em valor, o *Market Value Added* – MVA[®].

REFERÊNCIAS

AGUIAR, A; PIMENTEL, R; REZENDE, A; CORRAR, L. Análise dos direcionadores de valor em empresas brasileiras. *RAM. Revista De Administração Mackenzie*, v. 12, n. 2, 90-112, 2011.

ASSAF NETO, A. *Finanças corporativas e valor (6ª edição)*. São Paulo: Editora Atlas.S.A, 2012.

ASSAF NETO, A; ARAÚJO, A; FREGONESI, M. Gestão baseada em valor aplicada ao terceiro setor. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 17, n. spe, 105-118, 2006.

BEBCZUK, R. Corporate finance, financial development and growth. In: SILVA, E. N; PORTO JÚNIOR, S. S.. Sistema financeiro e crescimento econômico: uma aplicação de regressão quantílica. *Econ. Apl., Ribeirão Preto*, v. 10, n. 3, p. 425-442, 2006.

BECSI, Z; WANG, P. Financial development and growth. In: SILVA, E. N; PORTO JÚNIOR, S. S. Sistema financeiro e crescimento econômico: uma aplicação de regressão quantílica. *Econ. Apl., Ribeirão Preto*, v. 10, n. 3, p. 425-442, 2006.

BENCIVENGA, V. R; SMITH, B. Financial intermediation and economic growth. In: SILVA, E. N; PORTO JÚNIOR, S. S. Sistema financeiro e crescimento econômico: uma aplicação de regressão quantílica. *Econ. Apl., Ribeirão Preto*, v. 10, n. 3, p. 425-442, 2006.

CLAUS, I; JACOBSEN, V; JERA, B. Financial Systems and Economic Growth: An Evaluation Framework for Policy. NEW ZEALAND TREASURY WORKING PAPER 04/17.

CORRÊA, A. C.; ASSAF NETO, A; LIMA, F. G. Os indicadores financeiros tradicionais explicam a geração de valor no Brasil? Um estudo empírico com empresas não financeiras e capital aberto. *Revista práticas em contabilidade e gestão*, 1 (1), p. 9-39, 2013.

COPELAND, T. E.; KOLLER, T. & MURRIN, J. *Valuation, Measuring and Managing the value of Companies*. New Jersey: Wiley & Sons, Inc, 2005.

DANTAS, J. A; MEDEIROS, O. R; CAPELLEITO, L. R. Determinantes do spread bancário ex post no mercado brasileiro. *RAM, Rev. Adm. Mackenzie [online]*. v. 13, n. 4, pp.48-74, 2012.

FÁVERO, L. P; BELFIORE, P; TAKAMATSU, R. T; SUZART, J. Métodos quantitativos com stata: procedimentos, rotinas e análise de resultados (Vol. 1). Elsevier Brasil, 2014.

GRANT, J. I. *Foundations of economic value added*. 2. nd ed. New Jersey: John Wiley & sons, 2003.

GUJARATI, D. N. *Econometria básica*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HOLANDA, A; OLIVEIRA, J. D; CARDOSO, V. Criação de valor das organizações frente aos investimentos em responsabilidade social corporativa: um estudo no setor bancário brasileiro. *International conference in accounting*, São Paulo, 2016.

- KHAN, A. Financial development and economic growth. In: In: SILVA, E. N; PORTO JÚNIOR, S. S. Sistema financeiro e crescimento econômico: uma aplicação de regressão quantílica. *Econ. Apl., Ribeirão Preto*, v. 10, n. 3, p. 425-442, 2006.
- KING, R. G; LEVINE, R. Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108 (3), pp. 717-737, 1993.
- KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, n. 1-3, 105–123, 2001.
- LEV, B; THIAGARAJAN, S. R. Fundamental Information Analysis. *Journal of Accounting Research*, v. 31, n. 2, p. 190-215, 1993.
- LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35, pp. 688–726, 1997.
- LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. In: SILVA, E. N; PORTO JÚNIOR, S. S. Sistema financeiro e crescimento econômico: uma aplicação de regressão quantílica. *Econ. Apl., Ribeirão Preto*, v. 10, n. 3, p. 425-442, 2006.
- MCTAGGART, J. M.; KONTES, P. W; MANKINS, M. C. *The value imperative: managing for superior shareholder returns*. New York: The Free Press, 1994.
- MENDES, F. A gestão baseada no valor nas instituições financeiras: um modelo aplicado a bancos múltiplos (Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2014.
- MISHKIN, F. *The economics of Money, Banking and Fincancial Markets*. 7ª. ed. New York: Pearson, 2004.
- PAGANO, M. Financial markets and growth. In: SILVA, E. N; PORTO JÚNIOR, S. S. Sistema financeiro e crescimento econômico: uma aplicação de regressão quantílica. *Econ. Apl., Ribeirão Preto*, v. 10, n. 3, p. 425-442, 2006.
- OLIVEIRA, C. E.; SAVI, E. M. S.; PEREIRA, S. A.; BORGES, R. O. Um estudo acerca do desempenho econômico medido pelo EVA e MVA de empresas do setor sucroalcooleiro de capital aberto no brasil. Congresso Nacional de Excelência em Gestão, 2012, 8, Rio de Janeiro, Anais... Rio de Janeiro, 2012.
- PALEPU, K. G.; BERNARD, V. L; HEALY, P. M. *Business analysis & valuation: using financial statements: text and cases*. Cincinnati: South-western college publishing, 2000.
- PAULA, L. FARIA, J. Eficiência do setor bancário brasileiro por segmento de mercado: uma avaliação recente. In Encontro Nacional de Economia, 35, 2007, Recife, *Anais...* Recife, 2007.
- PAULA, L. F; OREIRO, J. L; BASILIO, F. A. C. Estrutura do setor bancário e o ciclo recente de expansão do crédito: o papel dos bancos públicos federais. *Nova econ.*, Belo Horizonte, v.2, n. 3, p. 473-520, 2013.

PIOTROSKI, J. Further Evidence on the Relation Between Historical Financial Statement Information, Future Stock Returns and the Value/Glamour Effect. Working paper, University of Chicago, 2005.

POPA, G.; MIHĂILESCU, L.; CARAGEA, C. EVA – Advanced method for performance evaluation in banks. *Economia. Seria Management*, v.12, n. 1, Special, p. 168-173, 2009.

RAPPAPORT, A. *Creating Shareholder Value: A Guide For Managers And Investors*. New York: Free Press, 1998.

SILVA, E. N; PORTO JÚNIOR, S. S. Sistema financeiro e crescimento econômico: uma aplicação de regressão quantílica. *Econ. Apl., Ribeirão Preto*, v. 10, n. 3, p. 425-442, 2006.

THAMPY, A; BAHETI, R. Economic Value Added in Banks and Development Financial Institutions. *IIM Bangalore Research Paper*, 149, 2000.

WALTER, R. G. Análise fundamentalista e avaliação de títulos: aspectos teóricos. *Rev. adm. empres.* São Paulo, v. 14, n. 1, p. 15-32, 1974.

WERNKE, R; CLÁUDIO, D. A. Eva versus (Economic Value Added) ROI (Return on Investment). *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, v. 3, n. 5, p. 29-41, 2003.