

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - PROPAD**

MAURO DE LIMA TORRES

**AS RELAÇÕES ENTRE GOVERNANÇA, EFICIÊNCIA E SOLIDEZ FINANCEIRA:
evidências internacionais observadas**

**RECIFE
2018**

MAURO DE LIMA TORRES

AS RELAÇÕES ENTRE GOVERNANÇA, EFICIÊNCIA E SOLIDEZ FINANCEIRA:
evidências internacionais observadas

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Administração.

Orientadora: Prof.^a Dra. Umbelina
Teixeira Cravo Lagioia

Recife
2018

MAURO DE LIMA TORRES

**AS RELAÇÕES ENTRE GOVERNANÇAS, EFICIÊNCIA E SOLIDEZ FINANCEIRA:
evidências internacionais observadas**

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Administração.

Aprovada: 03/12/2018

BANCA EXAMINADORA

Umbelina Cravo Teixeira Lagioia (Orientador)

Universidade Federal de Pernambuco

Daniel Ferreira Pereira G. da Mata (Examinador Externo)

Fundação Getulio Vargas

David Ricardo Colaço Bezerra (Examinador externo)

Universidade Federal de Pernambuco

Prof. Geraldo Frazão de Aquino Junior (Examinador externo)

Universidade Federal de Pernambuco

Prof. Alexandre Stamford da Silva (Examinador externo)

Univerisidade Federal de Pernambuco

O presente trabalho é dedicado a cada pessoa, legitimada pela experiência de vida ou nesta diplomada, com quem tenho cruzado caminhos ao longo da jornada. Pessoas que fazem nutrir a percepção de que todo conhecimento deve estar comprometido com o aprimoramento da “civilização”, tomada em seu sentido mais genuíno e elevado. Sem este compromisso, as instituições degeneram e podem *transtornar* o longo processo cumulativo do qual somos herdeiros, e potenciais vítimas. Para relembrar os riscos, convém citar:

“What an extraordinary episode in the economic progress of man that age was which came to an end in August 1914... life offered, at a low cost and with the least trouble, conveniences, comforts, and amenities beyond the compass of the richest and most powerful monarchs of other ages. The inhabitant of London could order by telephone, sipping his morning tea in bed, the various products of the whole earth... he could at the same moment and by the same means adventure his wealth in the natural resources and new enterprises of any quarter of the world.... But, most important of all, he regarded this state of affairs as normal, certain, and permanent, except in the direction of further improvement, and any deviation from it as aberrant, scandalous, and avoidable. The projects and politics of militarism and imperialism, of racial and cultural rivalries, of monopolies, restrictions, and exclusion, which were to play the serpent to this paradise, were little more than the amusements of his daily newspaper, and appeared to exercise almost no influence at all on the ordinary course of social and economic life, the internationalisation of which was nearly complete in practice.”

— John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace* (1919)

Em livre tradução: “Quão extraordinário foi o episódio de progresso econômico do homem, cujo fim ocorreu em agosto de 1914 ... a vida oferecia, a um custo baixo e com o mínimo de problemas, conveniências, confortos e amenidades que ultrapassavam muito as referências dos mais ricos e monarcas poderosos de outras épocas. O habitante de Londres poderia pedir por telefone, tomando o seu chá da manhã na cama, os vários produtos de toda a terra ... ele poderia ao mesmo tempo e pelos mesmos meios aventurar sua riqueza em recursos naturais e novas empresas de qualquer parte do mundo.... Mas, o mais importante de tudo, ele considerava esse estado de coisas como normal, certo e permanente, exceto na direção de aperfeiçoamento adicional, e consideraria qualquer desvio dele como aberrante, escandaloso e evitável. Os projetos e políticas do militarismo e do imperialismo, das rivalidades raciais e culturais, dos monopólios, restrições e exclusão, que já se apresentavam como representante da serpente a esse paraíso, eram pouco mais do que as diversões de seu jornal diário e pareciam não exercer quase nenhuma influência no curso normal da vida social e econômica, cuja internacionalização foi quase completa na prática ”.

AGRADECIMENTOS

Minha gratidão se dirige a Deus, aos meus pais, avós, à minha família, àqueles que operam em harmonia com a boa energia do universo. Entendo que é improvável o aprimoramento sem que haja comprometimento com um bom plano. A cada um dos que participam com alegria da jornada, independentemente da duração de tangência. Há ocasiões em que se compartilha por muito tempo a convivência, sem grandes frutos aparentes. Em sentido contrário, é possível perceber que numa fração de instante se poderia partilhar o infinito... A vida nos brinda, às vezes, com percepções antagônicas que geram complementariedade.

A gratidão se dirige àqueles que promovem encontros. Nisso, relembro ensaio de *M. S. de Montaigne*:

[...] antigamente, se desejava arranjar maneira de que nas cidades houvesse um lugar indicado ao qual os que precisassem de alguma coisa pudessem comparecer e fazer seu assunto ser registrado por um funcionário designado para esse fim [...]. E parece que essa maneira de nos informarmos uns aos outros traria uma melhoria considerável à sociedade; pois a todo momento há profissões que se buscam mutuamente e, por não se ouvirem, deixam os homens em extrema necessidade.

RESUMO

O objetivo da pesquisa é identificar a relação entre governança, solidez e eficiência do sistema financeiro. Do ponto de vista metodológico, o trabalho se estrutura em duas linhas de análise: no exame estatístico de dados internacionais, disponíveis em bases públicas, que se dirige a todos os países do mundo e na análise de conteúdo dos relatórios de programas de avaliação de consistência regulatória e da efetiva supervisão bancária, conduzidos por instituições multilaterais. A hipótese central da pesquisa, se materializou a partir de evidências empíricas observadas no setor financeiro, no âmbito microeconômico. Nessa escala de agregação, existe razoável associação entre a estrutura geral de governança corporativa observada nas instituições financeiras e a respectiva qualidade de seus indicadores econômico-financeiros. Assim, a pesquisa examina a hipótese de que, se tais variáveis forem tomadas em escala agregada, também refletiriam associação entre governança, solidez e eficiência financeiras. Quanto ao desenho procedimental, especificamente, foram estabelecidos objetivos parciais que serviram à consecução do estudo e permitiram delinear quadro geral de governança multinível. Esta, por sua vez, através de três importantes dimensões (estado de direito, qualidade regulatória e efetividade governamental) se somou ao exame das práticas de supervisão e regulação, fato que remeteu à conclusão central do trabalho: necessário reforço institucional, por via do aprimoramento dos padrões de governança corporativa. Conjugados, os métodos adotados facilitaram o exame dos níveis de solidez e eficiência dos sistemas financeiros. Em exame conclusivo, a hipótese de pesquisa não foi refutada. Assim, a governança, quando examinada em sua ampla acepção, apresenta-se como preditora de solidez e eficiência. A pesquisa, portanto cumpriu sua pretensão, dentro de uma moldura aplicável e das referências teóricas associadas à arquitetura regulatória, à nova economia institucional e à governança, todas conjugadas para efetiva consecução de pesquisa, que só se viabiliza dentro de paradigmas mais amplos, num tema que é multidisciplinar, por natureza.

Palavras-chave: Governança. Regulação. Supervisão. Eficiência. Solidez financeira. Sistema Financeiro Internacional;

ABSTRACT

The objective of the research is to identify the relationship between governance, soundness and efficiency of the financial system. From the methodological point of view, the work is structured in two lines of analysis: in the statistical analysis of international data, available in public bases, that is addressed to all the countries of the world and in the content analysis of the reports of programs of evaluation of consistency regulatory supervision and effective banking supervision conducted by multilateral institutions. The central hypothesis of the research was materialized from the empirical evidences observed in the financial sector, at the microeconomic level. On this aggregation scale, there is a reasonable association between the general structure of corporate governance observed in financial institutions and the respective quality of their economic and financial indicators. Thus, the study examines the hypothesis that if such variables are taken on an aggregate scale, they would also reflect an association between financial governance, soundness, and efficiency. As for the procedural design, specifically, were set partial objectives that served to achieve the study and allowed to delineate a general framework of multilevel governance. This, in turn, through three important dimensions (rule of law, regulatory quality and governmental effectiveness) was added to the examination of supervisory and regulatory practices, a fact that referred to the central conclusion of the work: institutional strengthening, through the improvement of corporate governance standards. Taken together, the methods adopted facilitated the examination of the soundness and efficiency levels of financial systems. On conclusive examination, the research hypothesis was not refuted. Thus, governance, when examined in its broadest sense, presents itself as a predictor of solidity and efficiency. The research, therefore, fulfilled its pretension, within an applicable framework and the theoretical references associated to the regulatory architecture, the new institutional economy and the governance, all conjugated for effective research, which is only feasible within broader paradigms, in a theme which is multidisciplinary in nature.

Key-words: Governance. Regulation. Supervision. Efficiency. Financial soundness. International Financial System.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Objetivos específicos e procedimentos propostos.....	19
Quadro 2 - Eficiência – variáveis examinadas.....	53
Quadro 3 - Solidez – variáveis examinadas	53
Quadro 4 - Governança – variáveis examinadas.....	54
Quadro 5 - Variáveis de controle – bancarização – independentes.....	57
Quadro 6 - Variáveis de controle – sócioeconômicas – independentes.....	59
Quadro 7 - Variáveis de controle – bancarização – dependentes.....	60
Quadro 8 - Variáveis de controle – socioeconômicas – dependentes.....	61
Quadro 9 - Visão consolidada das avaliações RCAP.....	91
Quadro 10 - Avaliação de princípios essenciais à efetiva supervisão bancária.....	102

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatísticas descritivas – quadro geral.....	61
Tabela 2 - Estatística descritiva – variável dependente.....	62
Tabela 3 - Estatística descritiva – por recorte e nível de renda/centralização.....	63
Tabela 4 - Resultados gerais - Z-score.....	71
Tabela 5 - Resultados gerais – Lerner.....	73
Tabela 6 - Resultados gerais – Boone.....	74
Tabela 7 - Resultados heterogeneidades – Zscore.....	76
Tabela 8 - Resultados heterogeneidades – Lerner.....	77
Tabela 9 - Resultados heterogeneidades – Boone.....	78
Tabela 10 - Montantes transacionados em balcão – FX.....	81
Tabela 11 - Montantes transacionados em balcão – por país e ano.....	83
Tabela 12 - Classificação geral no RCAP.....	95
Tabela 13 - Classificação geral no FSAP.....	104

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
1.1	Contextualização do problema e justificativa de pesquisa	13
1.2	Unidade de análise	16
1.3	Pergunta de pesquisa	17
1.4	Objetivos de pesquisa	17
1.4.1	Objetivo Geral	17
1.4.2	Objetivo Especifico	17
1.5	Hipótese de pesquisa	20
1.6	Estrutura do trabalho	20
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	21
2.1	Arquitetura regulatória	21
2.1.1	Crises Financeiras	21
2.1.2	Regulação e supervisão financeira	23
2.1.3	Referencias históricas sobre a trajetória de regularação financeira	29
2.2	Nova Economia Institucional (New Institutional Economics) – NEI	33
2.2.1	A sistematicidade da nova economia institucional	34
2.2.2	A NEI situada do Mainstream	36
2.3	Governança	37
2.3.1	Governança, regulação, supervisão e instituições	37
2.3.2	Governança enquanto padrão internacional	44
2.3.3	Governança corporativa e plataformas de interações	45
3	PROCEDIMENTO METODOLÓGICO	48
3.1	Enquadramento da pesquisa e técnicas adotadas	48
3.2	Bases de dados	49
3.3	Método e procedimentos	51
3.4	Unidades e variáveis de análise	52
3.4.1	Análise por grupos de variável de controle	56
3.5	Considerações sobre procedimentos quantitativos	61
3.5.1	Estatística descritivas, quadro geral	61
3.5.2	Estatística descritivas, por modelo aplicado a cada variável dependente	62
3.5.3	Estatística descritivas, por nível de renda	63
3.5.4	Método estatístico – econométrico	64
4	PRINCIPAIS RESULTADOS ESTATÍSTICOS	70
4.1	Resultados gerais consolidados para todos os países, por variável dependente	70

4.1.1	Solidez (Z-Score)	71
4.1.2	Eficiência (Índice Lerner)	73
4.1.3	Eficiência (<i>Boone Index</i>)	74
4.2	Resultados das heterogeneidades, por nível de renda dos países	74
4.2.1	Resultado específico pro nível de renda e centralização financeira (para cada uma das variáveis dependentes)	75
4.2.1.1	<i>Resultados específicos para Solidez (Z-Score)</i>	75
4.2.1.2	<i>Resultados específicos para Eficiência (Lerner)</i>	76
4.2.1.3	<i>Eficiência (Boone)</i>	78
4.3	Centros financeiros	79
4.4	Discussão de resultados quantitativos	83
5	ANÁLISE DOCUMENTAL	86
5.1	Desenvolvimento: interação entre normas e economia	87
5.2	Comitê de supervisão bancária de Basileia (BCBS)	88
5.2.1	Consistência regulatória	89
5.2.2	Quadro geral dos relatórios RCAP	90
5.2.3	Linhas gerais do Acordo de Capital – Basileia III	92
5.2.4	Países membros do Comitê de Basileia que sediam centros financeiros	93
5.2.4.1	<i>Estrutura geral dos relatórios RCAP</i>	93
5.2.4.2	<i>Considerações gerais quanto à consistência regulatória</i>	95
5.3	Relatórios FSAP: estrutura de supervisão bancária	96
5.3.1	Contexto geral da supervisão bancária: alguns pontos de atenção	97
5.3.2	Estrutura geral dos relatórios FSAP	103
5.3.3	Centralidade de aspectos relativos à governança corporativa	104
5.4	Discussão dos resultados qualitativos	106
6	CONCLUSÃO	108
6.1	Resgate conceitual e linhas gerais de conclusão	108
6.2	Principais vetores de análise	110
6.3	Paradigmas de pesquisa	112
6.4	Limitações e estudos futuros	115
	REFERÊNCIAS	116

1 INTRODUÇÃO

Em uma revisão contemporânea à crise financeira de 2008 (no decorrer do trabalho referida apenas como crise), autores como Mitchell (2011), De Graff e Williams (2011) e Condon (2011) estipulam que as premissas que dão fundamento à teoria dos mercados eficientes e racionais se encontraram (a partir da crise) sujeitas a substanciais desafios, tanto no plano teórico quanto no empírico.

Reguladores empreenderam amplas revisões acerca do funcionamento da supervisão e da regulação financeiras. Tal é o caso emblemático do relatório que se dedica ao autoexame da atuação da FSA - *Financial Services Authority*, então agência reguladora do sistema financeiro do Reino Unido e que se dirige (pretensamente) às possíveis falhas que decorreram da assunção de premissas de perfeição da autorregulação nos mercados. Esta presunção se insere (no momento antecedente à crise) no paradigma de mínima intervenção governamental, adiante referido e contextualizado, e que em fase anterior à crise se propugnava como indutor de eficiência para mercados e, por decorrência, para o sistema econômico em seu amplo horizonte de alocações.

A revisão de Turner (2009) sugere a necessária revisita de cada uma das cinco premissas dos mercados racionais e eficientes, já que todas elas terminaram por se mostrar precárias em face da realidade observada no cenário crítico dos eventos desencadeados a partir de 2008, sujeitando-se a amplos desafios, tanto teóricos quanto empíricos:

- a) Preços são bons indicadores de valor econômico racionalmente estimados;
- b) O desenvolvimento de créditos securitizados, que se fundamentavam na premissa de que a criação de novos e mais líquidos mercados, havia aprimorado tanto a eficiência alocativa quanto a estabilidade financeira;
- c) A crença de que as características de risco dos mercados financeiros poderiam ser inferidas a partir da análise matemática, que seriam capazes de fornecer robustas medidas do risco de negociação com instrumentos financeiros;
- d) A disciplina de Mercado poderia ser utilizada como efetiva ferramenta de restrição à tomada de riscos exagerados, capazes de produzir perdas danosas;
- e) A inovação financeira pode ser assumida como instrumento efetivamente benéfico, dado que a competição de Mercado descartaria qualquer inovação que não fosse geradora de valor. A crise, se não mais que isso, evidenciou a fragilidade de tais presunções a respeito da realidade dinâmica observada nos mercados financeiros.

A respeito da necessária superação das fragilidades observadas no modelo regulatório

contemporâneo à crise, que lhe antecedeu em causas e era fundado sobre o paradigma neoclássico, Kern, Dhumale e Eatwell (2006) observam dificuldades intrínsecas e restrições de difícil contorno à estruturação de “sistemas de incentivos” que sirvam universalmente a uma estrutura geral e estratégia uniformes de regulação. Para os autores, a informação no sistema financeiro é imperfeita e assimétrica.

Dadas as considerações, o presente capítulo se estrutura em cinco subseções, a saber:

- a) contextualização do problema e justificativa de pesquisa;
- b) unidade de análise;
- c) pergunta de pesquisa;
- d) objetivos, com a definição do objetivo geral e dos objetivos específicos; e, por fim, e) estrutura geral do trabalho.

1.1 Contextualização do problema e justificativa de pesquisa

O desenvolvimento das finanças e a liberdade são fenômenos que se associam com relativa força desde o florescimento das instituições que definem nossa civilização. É de Mechoulan (1992) a assertiva que inspira o presente estudo e se dirige à ambígua relação entre dinheiro e liberdade. Nos séculos que se seguiram ao Renascimento, foi crescente e forte a relação entre o estímulo da livre iniciativa e o florescimento dos variados mercados, neles incluídos os financeiros.

Spinoza, já no século XVII, em seu Tratado Político, Capítulo VIII, parágrafo 24, leciona aquilo que será apropriado pela teoria econômica e proposto, em termos contemporâneos, como o objetivo maior da arquitetura institucional orientada aos incentivos: o alinhamento entre os interesses dos administradores e dos proprietários. Tal alinhamento se mostraria como requisito necessário à correta autorregulação de instintos, ímpetos e temperamentos.

Para o filósofo político, seria expediente sábio oferecer aos encarregados de relevantes empreendimentos a participação variável sobre o sucesso daquilo que estava sendo conduzido. Se é verdade que as recentes regulamentações sobre política de remuneração promoveram a revisão do paradigma, é também que sua lógica continua válida quando se estipulam regras que promovem a sustentabilidade intertemporal (longo prazo) dos resultados obtidos pelos ditos encarregados.

A arquitetura regulatória neoclássica incidente sobre a atividade econômica baseia seus fundamentos de legitimidade nesta perspectiva liberal, ilustrada pelo filósofo. Tal paradigma propõe estruturação de arcabouços regulatórios fundados em normas-princípios,

que serviriam de diretrizes e molduras gerais para o comportamento dos regulados (agentes econômicos) e que promoveriam eficiência econômica, sendo eficiente numa acepção de que o conjunto regulatório mínimo promoveria otimização das forças econômicas, prescindindo-se de robusta supervisão. Nesta proposição conceitual, a norma é seguida por decorrência da racionalidade e “busca do máximo benefício individual”, conforme Hirschman (2002) e Deane (1980), numa clara aderência àquilo convincentemente publicado em Amsterdã, há séculos.

Autores como Bernstein (1997), Fabozzi, Modigliani e Ferri (1997), Bodie e Kane (2000) oferecem conveniente fundamentação conceitual ao que, a partir dos anos 1990 será a tônica dominante dos mercados financeiros: a acelerada difusão e profunda sofisticação dos instrumentos (inclusive, derivativos) disponíveis ao gerenciamento de carteiras, em paralelo à nítida desregulamentação financeira, conforme assinala Ferguson (2009). Para tais contribuições, filiadas à tradição da economia positivista, é prioritária a preservação dos processos de inovação financeira em face à eventual rigidez do arcabouço regulatório. É a esta linha conceitual que se filia Greenspan (1994), ao defender ampla liberdade na tomada de riscos pelos agentes financeiros, negando ao supervisor financeiro (em sentido estrito, nos termos convencionados nos acordos de Basileia) qualquer atribuição que se dirija à tentativa de minimização de fracassos decorrentes da inadequada ponderação, pelos supervisionados, dos riscos envolvidos nas diferentes estratégias subjacentes à estruturação financeira.

Então, contextualizada a crença, evidencia-se a gênese lógica da proposta que antecedia a crise, de se regular por normas principiológicas, sem correspondente atuação supervisora. Assim, na persecução de seus objetivos ótimos, respondendo aos incentivos, os indivíduos maximizariam o resultado agregado do sistema econômico. A lógica é bastante simples e sua metáfora mais antiga trata da “mão invisível” conjugada à dinâmica dos incentivos. Akerloff (1984) e Becker (1976) também são explícitos na descrição das premissas que ancoram a modelagem neoclássica.

Contudo, a revisão de paradigma promovida pela crise e o debate decorrente pode ser ilustrada por trabalhos publicados por Colander *et al.* (2009), de pertinente exame da relação entre o método adotado pela pesquisa científica (numa economia positivista) e a crise. A contribuição seminal do artigo aponta para a necessária promoção de um debate sistematizado e profundo acerca do método de geração de conhecimento em economia; debate que, muitas vezes, é secundarizado pela precária disposição ao contraditório, demonstrada pela área de pesquisa, que, hegemônica, restringe e define com rigor o espaço público destinado ao debate a respeito dos consensos por ela gerados a partir das suas linhas de reprodução cognitiva.

Apenas para ilustrar a reflexão central, evidencia-se que problemas reais observados (como a natureza de instrumentos financeiros ou grau de interconectividade financeira) têm sido distanciados do escopo da pesquisa em economia pela sua incompatibilidade com a premissa do *agente racional representativo*, havendo falhas sistêmicas da economia de corrente majoritária no trato de problemas que conduziram e aprofundaram a crise. Suas considerações iniciais apontam para necessidade de se repensar fundamentos da regulação financeira até então “pacíficos”.

Dos pontos até agora expostos, derivam algumas considerações relativas à formulação de política regulatória e de supervisão, que alicerçam o presente estudo: há evidências de que a regulação e supervisão têm papéis a cumprir notadamente no que concerne ao reforço dos padrões de governança das instituições financeiras. De rápido exame, mostra-se que o paradigma regulatório delineado por normas derivadas dos Acordos de Basileia se dirige à formulação, conceituação e *mindset* dos mais altos níveis de gestão (alta gestão) dessas instituições.

Apenas para ilustrar o ponto, a recepção dos princípios de Basileia pelo ordenamento normativo brasileiro provê Resoluções do Conselho Monetário Nacional, como as n.ºs. 4.538, 4.557, 4.567, 4.588 e 4.595, que tratam de temáticas afeitas ao aprimoramento da governança: processo sucessório, gerenciamento de riscos, ouvidoria, auditoria e *compliance*. A gestão estratégica dessas instituições termina por se tornar o foco de atenção do arcabouço regulatório e de supervisão financeira, dirigindo-se (inegavelmente) aos pilares: modelo de negócios, gerenciamento de riscos e de capital.

A atenção aos padrões de governança (ou aprimoramento deles) é núcleo do presente trabalho. A governança será definida conceitualmente em capítulo específico e será parametrizada com base em variáveis de estudo que se mostram inextricavelmente atreladas à qualidade regulatória e efetividade supervisora. O aprimoramento da governança - em termos de qualidade regulatória e efetividade de supervisão, nos termos metodológicos definidos conforme Kaufmann *et al.* (2011) - é apontado como referência consensual e como reforço institucional necessário à superação de crises, como as ultimamente observadas. Em suma, a busca de melhores padrões de governança, identificados e associados à elevação de padrões regulatórios e de supervisão, podem se dirigir, convenientemente, aos desafios postos à complexa miríade de interações financeiras que se situam no núcleo das crises financeiras.

O núcleo da justificativa do trabalho se situará nos termos gerais de consolidação do Programa de Avaliação do Setor Financeiro, referido em seção subsequente, conduzido pelo Fundo Monetário Internacional, conforme Viñals e Fiechter (2010) que, endereçando

objetivamente o núcleo das preocupações, destacam que a curva de aprendizagem decorrente do trabalho no setor financeiro aponta para o fato de que a implementação da regulação é tão importante quanto a regulação em si. Em suma, supervisão é primordial.

A crise reposicionou temas de supervisão e regulação financeira em quadro de inegável proeminência na agenda política internacional. Até a emergência da crise, a percepção generalizada era de que o equilíbrio de mercado tenderia a promover (via autorregulação) arranjos mais eficientes. Numa síntese daquilo que vigorava enquanto crença pacífica, pode-se definir que a mera identificação de princípios normativos seria suficiente para consecução dos objetivos regulatórios: sistemas financeiros sólidos e eficientes. Premissa precária.

O núcleo do problema moral se mostrou centrado no seguinte ponto: os agentes encontram incentivos nítidos para burlar normas (arcabouço legal) e tais incentivos são potencializados (com significativo relevo) quando os agentes percebem que não são monitorados e conseqüentemente não sofrerão sanções pelo supervisor. De outra forma ainda, se a percepção generalizada entre os agentes é a de que a supervisão financeira não lograria detectar e punir eventuais desvios entre o que foi normativamente prescrito e o que foi efetivamente feito pelos agentes, o caminho para inobservância das normas se alarga.

Ainda no tocante aos incentivos, repousa pacífica a percepção de que há significativos incentivos à inobservância de princípios regulatórios, conforme se observa no seminal trabalho de Rajan (2005). Para o destacado economista, os interesses observados no sistema financeiro são contraditórios e os incentivos inadequados.

Diante das falhas observadas durante a crise, é necessário que se aprimore a qualidade regulatória, num paradigma de respeito a contratos e sob o domínio do estado de direito. Não se deveria, portanto, prescindir de instituições com capacidade efetiva de supervisão. Nas seções seguintes serão tecidas considerações sobre os panoramas regulatório e de supervisão internacionais.

1.2 Unidades de análise

A unidade de análise se constitui de cada um dos diferentes países que reportam dados às bases do Banco Mundial, em particular, as bases de índice de governança mundial (WGI) e de desenvolvimento financeiro global (GFDD), para os quais são examinados indicadores relativos à governança, solidez e eficiência. A proposta é analisar as relações entre governança, solidez e eficiência dos mercados financeiros no espaço amostral, definido pela pesquisa, que responde pela quase totalidade dos países e, em particular, nos centros financeiros. As variáveis independentes são extraídas da base de dados do indicador de

governança mundial. Em relação às variáveis dependentes (solidez e eficiência), são extraídas da base de dados do indicador de desenvolvimento financeiro, ambas providas pelo Banco Mundial.

1.3 Pergunta de pesquisa

Contextualizado o problema e definida a unidade de análise, o presente trabalho tem por finalidade contribuir para o aprimoramento da regulação e supervisão ao responder a seguinte pergunta de pesquisa: **Qual a relação entre governança e indicadores de solidez e eficiência financeiras?**

Na tentativa de resposta, o trabalho propõe a sistematização de moldura teórica que enquadre as evidências empíricas observáveis do impacto da governança sobre solidez e eficiência financeiras. A Nova Economia Institucional (NEI), adiante detalhada em capítulo próprio, delineia evidente contribuição ao diálogo conceitual que visa ao aprimoramento econômico (eficiência e solidez), por via da qualificação dos padrões de governança, hoje objeto prioritário do esforço de supervisão e regulatório, em nível internacional.

1.4 Objetivos de pesquisa

Retomando considerações prévias, a proposta é analisar as relações entre governança, solidez e eficiência dos mercados financeiros, numa base mundial, e em particular nos centros financeiros. As variáveis independentes (três dimensões de governança) são extraídas da base de dados do indicador de governança mundial e utilizadas para regressão das variáveis dependentes (solidez e eficiência), retiradas da base de dados de desenvolvimento financeiro global, ambas com acesso disponibilizado pelo Banco Mundial. Em adição, serão realizadas análises documentais de relatórios do Programa de Avaliação do Sistema Financeiro (FSAP), conduzido pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Programa de Avaliação de Consistência Regulatória, conduzido pelo Banco Internacional e Compensações (BIS).

1.4.1 Objetivo geral

Nesta linha, o **objetivo geral** da pesquisa é **identificar a relação entre governança, solidez e eficiência do sistema financeiro**. O trabalho se dirigiu a todos os países e, em particular, aos Centros Financeiros, adiante definidos.

1.4.2 Objetivos específicos

Para que se atinja o objetivo geral proposto, serão estabelecidos os seguintes **objetivos**

específicos, que, seguidos, delineiam um quadro titularizado pela governança que, através de três de suas importantes dimensões (estado de direito, qualidade regulatória e efetividade governamental), seria capaz de contribuir sensivelmente ao aprimoramento dos níveis de solidez e eficiência dos sistemas financeiros:

- (i) Análise do panorama socioeconômico e de bancarização, examinado por indicadores que sintetizam relações entre variáveis de controle e de interesse do estudo, para o quadro geral de países;
- (ii) Análise dos resultados quantitativo-estatísticos em painel de dados, a respeito dos principais achados em termos de evidências da relação entre governança, solidez e eficiência, numa base global;
- (iii) Exame da estrutura regulatória observada na majoritária parcela dos CF, baseando-se nos relatórios de avaliação de consistência regulatória, o que se baseia na comparação com padrões harmônicos convencionados em Basileia;
- (iv) Exame da estrutura de supervisão bancária observada na majoritária parcela dos CF, baseando-se nos relatórios de avaliação do setor financeiro.

No seguinte quadro são detalhados os procedimentos que serão empreendidos, por objetivo específico:

Quadro 1 - Objetivos Específicos e Procedimentos propostos

Objetivos específicos	Procedimentos propostos
1. Análise do panorama financeiro, examinado por indicadores que sintetizam a bancarização e variáveis socioeconômicas para o quadro geral de países analisados;	Estruturação de quadro geral que sistematize o panorama socioeconômico e de bancarização (com vistas à adoção de controles para efeitos fixos), observados internacionalmente.
2. Análise dos resultados quantitativo-estatísticos em painel de dados, a respeito dos principais achados em termos de evidências da relação entre governança, solidez e eficiência, numa base global;	Utilização de técnica de análise de dados em painel [estatístico-econométrico], com vistas ao exame das mudanças observadas no cenário de estabilidade e eficiência, com efeitos fixos para país e tempo e controles por variáveis de bancarização e sócioeconômicas, em painel desbalanceado.
3. Exame da estrutura regulatória observada na majoritária parcela dos CF, baseando-se nos relatórios de avaliação de consistência regulatória, o que se baseia na comparação com padrões harmônicos convencionados em Basileia;	Análise qualitativa dedicada ao exame documental de conteúdo dos relatórios institucionais dos programas de avaliação do RCAP.
4. Exame da estrutura de supervisão bancária observada na majoritária parcela dos CF, baseando-se nos relatórios de avaliação do setor financeiro.	Análise qualitativa dedicada ao exame documental de conteúdo dos relatórios institucionais dos programas de avaliação do FSAP.

Fonte: Elaboração pelo próprio autor.

Diante da revisão da literatura, evidenciou-se que a contribuição do trabalho (em termos de escopo) se mostra original, não havendo (até onde se verificou) propostas similares que preconizem o relacionamento entre as variáveis propostas. Neste sentido, o estudo não assume qualquer tentativa de preenchimento de lacunas anteriormente delimitadas por trabalhos que lhe antecederam. A legitimação do estudo está associada a preocupações comuns a elaboradores de políticas públicas voltadas à regulação dos diferentes mercados financeiros, à comunidade acadêmica e à sociedade que observa com ressalvas o aprofundamento da crise fiscal inaugurada desde que se implementou o programa de salvamento e resgate de instituições financeiras com recursos dos contribuintes.

1.5 Hipótese de pesquisa

De acordo com evidências empíricas observadas no setor financeiro, no âmbito microeconômico (no nível institucional individual), existe razoável associação entre a estrutura geral de governança observada nas instituições financeiras e a respectiva qualidade de seus indicadores econômico-financeiros. Nesta linha, a pesquisa tem por hipótese central a consideração de que tais variáveis tomadas em escala agregada também refletiriam associação entre governança, solidez e eficiência financeiras. Assim, a hipótese que se presta à confirmação ou falseamento é a de que a governança seria preditora de solidez e eficiência, hipótese que será revisitada ao longo da tese, à medida que o suporte dos dados e análises forem lhe fortalecendo ou fragilizando.

1.6 Estrutura do trabalho

A estrutura geral do trabalho está definida da seguinte forma, em síntese: referencial teórico, abarcando três fundamentos conceituais (arquitetura regulatória, nova economia institucional e governança) que auxiliam a compreensão do fenômeno aqui examinado. Metodologia, em que são apresentadas as técnicas complementares (quantitativas e qualitativas) que tangenciam, procedimentalmente, os dados e informações que suportam a contribuição sugerida pelo trabalho. Na sequência, os resultados estatísticos se dedicam à sistematização interpretativa dos dados analisados com base nas técnicas econométricas adotadas. Adicionalmente, houve elaboração de exame descritivo da dispersão-concentração de ativos no sistema financeiro internacional. A análise documental se dirige ao exame dos relatórios institucionais acerca da consistência regulatória e da supervisão bancária em diferentes países, nesta linha são evidenciadas as condições gerais de aderência normativa entre as diferentes jurisdições e os Acordos de Capital de Basileia. Além disso, também, se evidenciam as considerações de maior relevo dos diferentes relatórios sobre supervisão bancária, que repetidamente apontam para o necessário aprimoramento dos padrões observados de governança corporativa, como instrumento institucional indispensável ao efetivo trabalho de supervisão. Por último, em conclusão são apontadas as principais linhas observadas, limitações da pesquisa e propostas de estudos futuros.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O referencial teórico está dividido em três seções, a seguir descritas. A primeira trata das crises e regulação financeira, apresentando as principais referências teóricas associadas. O intuito do presente capítulo será definir teoricamente conceitos que contextualizam e servem de moldura ao problema de pesquisa.

A segunda seção apresenta a contribuição da nova economia institucional, sua origem e seu diferenciado escopo de análise, que se apresenta aderente a múltiplas abordagens e problemas. É da nova economia institucional a prerrogativa de trato de questões qualitativas dentro do paradigma racional econômico, algo que se mostra central ao desenvolvimento da pesquisa proposta à consecução dos objetivos traçados.

A terceira seção trata das principais contribuições teóricas concernentes à governança. Governança, em multinível, que supera simples acepção corporativa. A governança, conforme se detalhará adiante, também será tomada na concepção de plataforma de interações, ou moldura de referência em sistemas multilaterais, que necessariamente adotam diferentes desenhos prescritivos. Assim, governança se apresenta enquanto aspecto crucial ao entendimento e harmonização daquilo que se verifica em diferentes países, possibilitando comparabilidade entre diferentes realidades.

2.1 Arquitetura regulatória

2.1.1 Crises financeiras

Sobre o tema, é de Claessens e Kose (2013) uma das melhores e definitivas considerações. Para os autores, a crise financeira global é lembrete a respeito da multifacetada natureza das crises que atingem países pequenos, grandes, ricos e pobres e sua gênese pode estar situada dentro ou fora das fronteiras nacionais, nos setores público ou privado:

[...] they come in different shapes and sizes, evolve over time into different forms, and can rapidly spread across borders. They often require immediate and comprehensive policy responses, call for major challenges in financial sector and fiscal policies, and can necessitate global coordination of policies¹. (CLAESSENS; KOSE, 2013, p.1).

¹ Em livre tradução: as crises assumem diferentes formatos e tamanhos, evoluem no tempo, em diferentes formas e podem rapidamente se espalhar por diferentes países. Elas, geralmente, demandam respostas amplas e imediatas, requerem esforços nos setores fiscal e financeiro e podem necessitar de coordenação global das políticas implementadas.

Conforme Farhi e Cintra (2009), a arquitetura contemporânea do sistema financeiro internacional, o risco sistêmico e os mecanismos de supervisão e regulação têm despertado análises e atraído a atenção de variados atores. Diferenciando tipologias, os autores traçam elementos de identificação de crises de crédito clássicas (cujas perdas podem ser rapidamente estimadas por indicadores financeiros) e da observada durante 2008 que, por força dos instrumentos derivativos, indefinem (além de potencializar) o multiplicador das perdas. Alavancagem e securitização operacional redistribuíram riscos entre diferentes agentes econômicos e países, adiando (pela incerteza) a definição sobre perdas incorridas pelos diferentes agentes e entidades, públicas ou privadas.

Eichengreen (2003) estipula que as crises financeiras são uma inevitabilidade da atividade observada nos diferentes mercados. Nas suas palavras, mercados financeiros são mercados baseados em informação incompleta e assimétrica. Nesta linha, as crises podem ser tomadas enquanto decorrências lógicas do arranjo institucional observado no âmbito da economia financeira. Sendo, portanto, eventos esperados com razoável carga probabilística e, se não tão normais, se associam a modelos de distribuição estatística que apontam para a criticidade e severidade de suas ocorrências. Problema cuja ilustração mais comum na literatura de finanças: *fat tails*. É conveniente, contudo, tecer distinção nítida entre os movimentos cíclicos de ajuste da atividade econômica real, suas componentes de ordem financeira (comumente categorizadas entre procíclico/contracíclico) e, por último, a própria natureza sistêmica que tem acompanhado as crises financeiras.

Reinhart e Rogoff (2009) estabelecem diferenciação entre as diferentes crises. Laeven e Valencia (2012), se associam à ideia de diferenciação e expandem o argumento assumindo que tais crises guardam componente de ocorrência em ondas, definindo critérios objetivos para lhes conferir sistematicidade, dentre os quais se inserem: sinais de tensão financeira (associados a eventos como corridas bancárias, perdas substanciais nos balanços das instituições ou a liquidação de instituições) e políticas de intervenção (preconizando medidas em resposta às significativas perdas do sistema financeiro). Tais critérios quando observados num dado ponto temporal definem o início da crise sistêmica.

Dentre as medidas de intervenção, três (dentre as seis seguintes) devem ser implementadas: apoio financeiro às instituições, por parte das autoridades governamentais, reestruturação organizacional, estatização, oferecimento de garantias que ampliem o balanço das autoridades governamentais, compras de ativos privados por parte do governo, congelamento de depósitos ou instituição de feriados bancários.

A revisão, proposta por Laeven e Valencia (2012), dos eventos de crise possibilita o

estabelecimento de parâmetros próprios a cada um dos eventos observados. Para exemplificar, houve crises de dívida soberana (como as faceadas por países como Grécia, Itália, Espanha, Irlanda, Portugal em 2012 e pelos países latino-americanos durante a década de 80 do século passado). Há, por exemplo, eventos que não se confundem como as crises bancárias (observadas recentemente, pelos países centrais do sistema), e crises cambiais que foram observadas entre países da ásia, Rússia e América Latina ao longo da década de 1990. As crises cambiais, inclusive foram objeto de profundos estudos macroeconômicos que as examinavam dentro da ótica dos desequilíbrios estruturais do balanço de pagamentos, foco de atenção de trabalhos como o já referido Eichengreen (2003).

Contribuições ao debate como os artigos publicados por Blankenburg e Palma (2009) e Crotty (2009) demonstram que existem causas de diferentes profundidades das crises. Neste ponto, viabiliza-se a compreensão de que a crise do *subprime* se define num conjunto fático de exposições financeiras mal avaliadas, induzidas por sistemática de avaliação de risco que negligenciou aspectos centrais ao seu gerenciamento. Aspectos que se mostram sensíveis ao aprimoramento institucional, como incidência de melhores padrões de governança corporativa. Todavia, superada a síntese, se observa também discussão crítica em face daquilo que foi desenhado e servia de moldura à regulação dos mercados. Esta visão mais ampla de todo o cenário regulatório e de supervisão mostra-se elementar à explicação das crises.

Principalmente, se houver interesse real na identificação das causas que levaram à maior turbulência financeira das últimas oito décadas e inaugurou um quadro estrutural em que o endividamento do Estado passou a configurar o epicentro das ondas de choque que se seguiram aos eventos de 2008. Enfim, se houver genuíno interesse na implementação de equilíbrios e soluções substantivas quanto ao sistema financeiro internacional, é urgente a revisão da arquitetura e dinâmica hoje observadas. Os argumentos técnicos e razões políticas apresentam variada complexidade e expõem a natureza da potencial resistência de atores centrais à reforma do sistema financeiro mundial.

2.1.2 Regulação e supervisão financeira

Como ponto de partida, é produtivo situar razões teóricas à defesa da regulação e supervisão. Apenas para prover referências necessárias, o conceito de eficiência de mercado proveniente da teoria financeira foi proposto por Fama (1970, 1991) que estabeleceu o que se define por hipótese de eficiência de mercado. Hoje, sua formulação se constitui numa moldura essencial à arquitetura das principais pesquisas teóricas em finanças e de seus modelos subjacentes. A aplicação da hipótese ao mercado de capitais assume que os preços

dos ativos (ações) descrevam um movimento aleatório. Há também premissas explícitas à formulação da hipótese: os mercados apresentam inúmeros participantes e estes são incapazes de influenciar o preço ou a tendência dos mesmos, além de acessar as informações relevantes à formação dos preços dos ativos, sendo capazes de processar tais dados e proficientes na assimilação cognitiva dos mesmos.

Fabozzi, Modigliani e Ferri (1997) ilustram o que se poderia denominar como mercado perfeito de ativos financeiros. Para os autores, um mercado de capitais operando em perfeição se define pela existência de número suficientemente grande de vendedores e compradores, que nenhum destes seja capaz de distorcer a fixação dos preços dos ativos transacionados, sendo preços definidos exclusivamente pelo equilíbrio entre oferta e demanda. Além de tudo isso, a perfeição estrutural se relaciona também com a inexistência de fricções e atritos (ou custos transacionais).

Apenas para situar a perspectiva paradigmática da pesquisa, reitera-se aqui observação relativa ao panorama que vigorava (em termos de regulação e supervisão) antes da crise, oferecido por Costa (2011, p.7):

A crise de 2008 surgiu em um sistema competitivo e desregulado, justamente as reconhecidas características que antes explicavam a eficiência e a estabilidade do sistema em evidências empíricas. A defesa de uma regulação menos incisiva, apenas promotora de incentivos à competição e autorregulação dos mercados, era dominante na literatura de *banking* até então.

Assim, a pesquisa se fundamenta numa premissa de reversão de perspectiva regulatória que antecedeu a crise de 2008 e que revisou pressupostos originais do arcabouço regulatório neoclássico.

A partir das referências anteriores parte-se para justificativa teórica da regulação e supervisão financeiras, que se estrutura em **três níveis**, sendo o **primeiro nível** o de perfeição dos mercados. Para tal nível conceitual, seria desnecessária qualquer intervenção, pois em mercados de capitais que operam no nível forte da eficiência, a regulação (em sentido lato) se mostra desnecessária e portanto o custo de constrição alocativa deve ser evitado. Na moldura teórica de perfeição no funcionamento dos mercados, o custo em termos de retorno e liquidez (considerado o triângulo da teoria financeira: risco, retorno e liquidez) seria evitado pela simples (porém crucial) razão de que o risco é automaticamente mitigado por decorrência de duas premissas que subjazem ao modelo de mercado eficiente na forma forte: completa simetria informacional e plena capacidade computacional (cognição) dos agentes que atuam no mercado que, baseados nestas duas premissas, mitigam todos os riscos de forma automática e sem custos.

O equilíbrio de mercado não se mostra (dessa forma) afetado pela mitigação de riscos, seja numa função de utilidade individual ou agregada. Para autores da escola austríaca, como Hayek ou Von Mises, a completa abstenção (em termos regulatórios) deveria ser perseguida pelo Estado na condução de matérias contidas na seara econômica, algo que - nesse plano idealizado - gozaria de razoabilidade. Curiosamente, no plano concreto, tais visões ancoram políticas relevantes para todo o sistema internacional como se depreende da assertiva de Greenspan (1994, p.9):

With or without new activities for banking organizations, policymakers need to ensure that supervision and regulation is consistent with evolving market realities and with the fundamental function of financial institutions — the measurement, management, and taking of risk. The risk-taking function of banks and other financial institutions is at the center of their economic role. Economic growth requires risk-taking by businesses and hence risk-taking by those that finance them. If banks avoid risk, they avoid contributing to economic growth. In my view, the pendulum in recent years has swung too far, with many observers seeming to seek a zero failure rate. However, the very nature of banking suggests that the economically optimal degree of bank failure is not zero, and, in all likelihood, not even close to zero ²

Num **segundo nível**, a justificativa se fundamenta na suposição neoclássica de que haveria falhas de mercado completamente sensíveis a incentivos. Assim, revisitando aspectos tratados anteriormente, a arquitetura regulatória neoclássica incidente sobre a atividade econômica se basearia na concepção de que a mínima intervenção é preferível à máxima. Assim, partindo-se do paradigma neoclássico, a estruturação de arcabouços regulatórios fundados em normas-princípios (que serviriam de diretrizes e molduras gerais para o comportamento dos regulados, os agentes econômicos) seria suficiente à promoção da eficiência econômica.

Nesse sentido, o custo em termos de retorno e liquidez não seria substancial, na medida em que a mitigação de riscos se daria por simples aderência da estratégia dos agentes econômicos às balizas regulatórias (normas principiológicas) que na prática apenas serviriam de norte ao processo de mitigação de riscos. Tais normas, no paradigma neoclássico (com imperfeições de mercado “modeláveis”) serviriam à simples operacionalidade da disciplina de mercado.

² Em livre tradução: “Com ou sem novas atividades para organizações bancárias, os formuladores de políticas precisam garantir que a supervisão e a regulamentação sejam consistentes com as realidades de mercado em evolução e com a função fundamental das instituições financeiras - a mensuração, o gerenciamento e a tomada de risco. A função de assumir riscos de bancos e outras instituições financeiras está no centro de seu papel econômico. O crescimento econômico requer a tomada de riscos pelas empresas e, portanto, a tomada de riscos por parte daqueles que as financiam. Se os bancos evitam o risco, evitam contribuir para o crescimento econômico. Na minha opinião, o pêndulo nos últimos anos foi longe demais, com muitos observadores parecendo buscar uma taxa de falha zero. No entanto, a própria natureza do sistema bancário sugere que o grau economicamente ótimo de falência não é zero e, com toda a probabilidade, nem perto de zero”

Os agentes econômicos prescindiriam, dessa forma, da intervenção concreta de instituições estatais já que a norma fora desenhada com vistas ao incentivo de condutas que estariam alinhadas com o bem-estar agregado. Em suma, revisitando-se o triângulo da teoria das finanças, a mitigação de riscos se daria pela simples aderência lógica e racional a comportamentos desejáveis no plano agregado, sem custos de observância. O equilíbrio agregado assim, em termos de retorno e liquidez (outras duas vertentes analíticas que complementam o quadro teórico) sofreria impacto não relevante.

Numa apropriação livre, um jogo “ganha-ganha” em que a mitigação dos riscos se daria pelo estabelecimento de princípios gerais racionais, com custo de observância desprezível. Assim, o equilíbrio de mercado seria muito próximo àquele observado no primeiro caso. No plano teórico, assim, se mostra desnecessária a intervenção supervisora para alcance do equilíbrio de mercado.

Tal desenho conceitual se define como eficiente na acepção de que o conjunto regulatório mínimo promoveria otimização das forças econômicas, prescindindo-se de supervisão. Nesta proposição conceitual, a norma é seguida por decorrência da racionalidade e “busca do máximo benefício individual”, conforme Hirschman (2002) e Deane (1980). Autores como Bernstein (1997), Fabozzi, Modigliani e Ferri (1997), Bodie e Kane (2000) oferecem conveniente fundamentação conceitual ao que, a partir dos anos 1990 será a tônica dominante dos mercados financeiros: a acelerada difusão e profunda sofisticação dos instrumentos (inclusive, derivativos) disponíveis ao gerenciamento de carteiras, em paralelo à nítida desregulamentação financeira, conforme assinala Ferguson (2009). Para tal paradigma é primaz que se preserve o processo de inovação financeira diante de eventual rigidez do arcabouço regulatório.

Nessa linha conceitual, se evidencia a proposta da regulação baseada em normas principiológicas, sem correspondente atuação supervisora. Assim, na persecução de seus objetivos ótimos, respondendo aos incentivos, os indivíduos maximizariam o resultado agregado do sistema econômico. A lógica é bastante simples e sua metáfora mais antiga trata da “mão invisível” conjugada à dinâmica dos incentivos. Akerloff (1984) e Becker (1976) também são explícitos na descrição das premissas que ancoram a modelagem neoclássica.

No **terceiro nível**, a justificativa de se implementar estruturas de regulação e supervisão se vincula à suposição de que há falhas de mercado insensíveis aos incentivos e se consubstancia em dois elementos: teórico e empírico. **Teoricamente**, considerando o já referido triângulo teórico das finanças (risco, retorno e liquidez), a justificativa do reforço de supervisão e regulação situa-se na percepção de que eventuais “perdas” seriam justificadas

pelo ganho decorrente da preservação do sistema financeiro em si, sendo necessário definir qual o equilíbrio almejado em termos da tríade (retorno, liquidez e risco). É possível ainda argumentar que a otimização de retorno, liquidez e risco em rodada singular diferiria substancialmente daquilo que se define por ótimo em rodadas sucessivas.

Maximizar retorno, condicionado à liquidez e risco (*mutatis mutandis*) numa só rodada, no menor intervalo de tempo possível, pode se mostrar completamente diverso daquilo que seria observado em rodadas sequenciais. A simples trava a automatismos de curto-prazo pode ser definida como “custo de observância regulatória”. A essa percepção se associaria a primeira justificativa da regulação e supervisão, legitimando (em razoável extensão) os custos de observância regulatória incorridos pelos agentes econômicos.

Colander *et al.* (2009) sugerem como necessária a revisão dos fundamentos teóricos da regulação financeira até então “pacíficos” em antecedência à crise de 2008. Evidencia-se, no artigo, que problemas reais observados (como a natureza de instrumentos financeiros ou grau de interconectividade financeira) têm sido distanciados do escopo da pesquisa em economia pela sua incompatibilidade com a premissa do *agente racional representativo*. Algo que (em razoável medida) legitima a ideia de que há falhas de mercado “não modeláveis”. Adicionalmente, Mitchell (2011), De Graff e Williams (2011) e Condon (2011) estipulam que as premissas que dão fundamento à teoria dos mercados eficientes e racionais se encontraram sujeitas a substanciais desafios, tanto no plano teórico quanto empírico, a partir da crise de 2008.

Empiricamente, considerando os mercados financeiros observados, o reforço de supervisão e regulação (aprimoramento institucional) se justificaria em face de eventual deterioração do equilíbrio de mercado, definido com base no triângulo teórico. Os riscos devem ser mitigados por livre decisão alocativa do agente ou por moldura institucional. Os eventos de cauda grossa têm se acumulado e explicam a razão pela qual eventos com baixa probabilidade podem ter custos agregados que superam (com razoável folga) os ganhos individuais consolidados. A expressão cauda grossa remete à probabilidade excessiva da ocorrência de observações extremas em uma distribuição e, conforme Mandelbrot (1963) e Fama (1963) tais eventos não se ajustam ou sua natureza não se amolda à distribuição gaussiana. Para Praetz (1972), Blattberg e Gonedes (1974) a distribuição *t* de student além de observar caudas grossas, tem variância finita, algo que termina por adaptar-se melhor às pressuposições subjacentes aos modelos de precificação de ativos.

Assim, se são observadas perdas em termos de retorno e liquidez *vis-à-vis* a mitigação de riscos, é verdadeiro também que o retorno e a liquidez mais baixos em decorrência da

construção no processo de alocação de carteiras, ainda que contrários ao núcleo teórico essencial de funcionamento dos mercados, que é a liberdade alocativa, pode ser compensado pela singela perenidade do sistema.

Ainda no plano empírico, vários países e suas autoridades regulatórias empreenderam ampla revisão acerca do funcionamento da supervisão e da regulação financeiras. Caso relevante é da FSA - *Financial Services Authority*, então responsável pela regulação do sistema financeiro do Reino Unido e que se dirige (pretensamente) às possíveis falhas que decorreram da assunção de premissas de perfeição da autoregulação nos mercados. Esta presunção se insere (no momento antecedente à crise) no paradigma de mínima intervenção governamental, já referido e contextualizado, e que em fase pretérita era propugnado como facilitador da eficiência de mercado e, por decorrência, da preservação do equilíbrio ótimo (em termos de Retorno, Risco e Liquidez) no amplo horizonte de alocações.

A *Turner Review* (2009, p.39), como já referido previamente, sugere portanto necessária revisita de cada uma das cinco premissas dos mercados racionais e eficientes, já que todas elas terminaram por se mostrar precárias em face da realidade observada no cenário crítico dos eventos desencadeados a partir de 2008, sujeitando-se a amplos desafios, tanto teóricos quanto empíricos:

- (i) Market prices are good indicators of rationally evaluated economic value.
- (ii) The development of securitised credit, since based on the creation of new and more liquid markets, has improved both allocative efficiency and financial stability.
- (iii) The risk characteristics of financial markets can be inferred from mathematical analysis, delivering robust quantitative measures of trading risk.
- (iv) Market discipline can be used as an effective tool in constraining harmful risk taking.
- (v) Financial innovation can be assumed to be beneficial since market competition would winnow out any innovations which did not deliver value added.³

A respeito da necessária superação das fragilidades observadas no modelo regulatório

³ Em livre tradução:

- “1. Preços de mercado são bons indicadores de valor econômico racionalmente estimado;
2. O desenvolvimento de créditos securitizados, que se fundamentavam na premissa de que a criação de novos e mais líquidos mercados havia aprimorado tanto a eficiência alocativa quanto a estabilidade financeira;
3. A crença de que as características de risco dos mercados financeiros poderiam ser inferidas a partir da análise matemática, que seriam capazes de fornecer robustas medidas do risco de negociação com instrumentos financeiros;
4. A disciplina de Mercado poderia ser utilizada como instrumento efetivo na restrição à tomada de riscos capazes de gerar danos;
5. A inovação financeira pode ser assumida como instrumento benéfico dado que a competição de mercado descartaria qualquer inovação que não fosse geradora de valor.

contemporâneo à crise, que lhe antecedeu em causas e era fundado sobre o paradigma neoclássico, Kern, Dhumale e Eatwell (2006) observam dificuldades intrínsecas e restrições de difícil contorno à estruturação de “sistemas de incentivos” que sirvam universalmente a uma moldura geral e estratégia uniforme de regulação. Para os autores, a informação no sistema financeiro é imperfeita e assimétrica:

[...] because of the inferior quality and quantity of information received by regulators about the circumstances of any regulated firm when compared to the firm’s own information resources. This is true because the firms, which provide virtually all the regulator’s information, can effectively control what information they release. Managers are likely to have better information, despite the best efforts of regulators to stay informed, and often the imbalance is worsened by the choice of process for making regulatory decisions⁴. (KERN; DHUMALE; EATWELL, 2006, p.182-183).

A crise de 2008 reposicionou temas de supervisão e regulação financeira em quadro de inegável proeminência na agenda política internacional. Até a emergência da crise, a percepção generalizada era de que o equilíbrio de mercado tenderia a promover (via autorregulação) arranjos mais eficientes. Numa síntese daquilo que vigorava enquanto crença pacífica temos que a mera definição de princípios normativos seria suficiente para consecução dos objetivos regulatórios: sistemas financeiros sólidos e eficientes, numa proposta teórica inadequada à mitigação de riscos, que objetivava otimização de retorno ou liquidez, condicionado à minimização de custos de observância regulatória.

Em necessária e ilustrativa referência ao relatório do Banco Mundial (2001) a concepção da pesquisa cujo fundamento teórico se concretiza no trabalho ora examinado e revisitado tem por fundamento a ideia de que a regulação e supervisão têm a capacidade de aprimorar a dinâmica observada nos diferentes mercados, com base em instituições que aprimorem mercados.

2.1.3 Referências históricas sobre a trajetória de regulação financeira

Traçando-se rápida referência histórica, para Yazbek (2007), as atividades bancárias e financeiras demandam observação e regras especiais. Contudo, a efetiva regulamentação da atividade bancária é bastante recente. Há registros curiosos que mostram que o contexto

⁴ Em livre tradução: [...] em razão da qualidade e quantidade inferior de informação recebida pelos reguladores a respeito das circunstâncias de qualquer entidade regulada, comparada aos recursos informacionais da própria entidade. Isto é verdade porque as entidades, que provêm quase a totalidade da informação de que dispõe o regulador, pode efetivamente controlar qual informação será entregue. Gestores provavelmente têm melhor informação, a despeito do esforço empreendido pelos reguladores para se manterem informados, e frequentemente o desequilíbrio é piorado pela escolha de processo de realização das decisões regulatórias.

regulatório e de supervisão em praças que hoje assumem papel central nas finanças globais eram incipientes em termos de regramentos ou controle há bem pouco tempo (em referência histórica). Attali (2010, p. 439) ao narrar a chegada dos primeiros judeus ao continente norte-americano faz importante referência à inexistente regulação e supervisão da atividade bancária nos Estados Unidos da América, em suas palavras:

Esses jovens emigrados não são os primeiros a criar bancos no Novo Mundo. Como a atividade creditícia ainda não está regulamentada – só o será depois da Guerra de Secessão - , diz-se então que ‘para ser banqueiro, basta vestir-se de banqueiro.

Tal trecho demonstra que o debate sobre a regulação e supervisão do sistema financeiro é recente. Além disso, seu equilíbrio não é óbvio, nem tampouco tão pacífico. Em paralelo, a complexidade e profundidade do sistema financeiro vem se aprofundando. De acordo com estatísticas e dados dos principais organismos multilaterais, observou-se franca expansão do volume de ativos financeiros ao longo das últimas décadas. O descasamento entre a produção física de bens-serviços e os ativos financeiros (lado nominal vs. lado real da economia) se identifica com um dos caracteres mais decisivos da compreensão a respeito da formação de bolhas nos mais diferentes mercados.

Alavancagens operacionais têm sido também observadas em níveis significativos e tais estratégias associam-se à persecução de níveis de rentabilidade compatíveis com expectativas dos gestores de carteira, no sistema financeiro. Se a análise de resultados (*bottom-line criteria*) é soberana e não se pode fugir do axioma básico das finanças (o *trade-off* entre risco e retorno), então teríamos: se for necessário atingir retorno acima da média de remuneração dos ativos financeiros (abundantes e decrescentemente remunerados) será inevitável correr mais risco e, eventualmente até, decidir sob incerteza.

Nesta linha de raciocínio, se facilita a compreensão sobre o apelo político da sistemática desregulamentação dos mercados financeiros centrais, desde reformas empreendidas no final da década de 80. A *rationale* pode ser descrita em termos simples: Se os agentes precisam atingir objetivos de rentabilidade que serão, cada vez mais, alcançados pela via do maior risco e da incerteza, não seria consistente restringir sua propensão ao risco.

Dentre muitas outras, pode ser citada como característica distintiva da crise de 2008, o seu centro ou núcleo de origem. Diferentemente das crises financeiras observadas no pós-guerra, tal crise tem sua gênese nos mercados financeiros das economias centrais. Tais mercados respondem pela absoluta concentração negocial dos ativos financeiros da economia global. Até 2008, as linhas gerais da principal corrente de pensamento sinalizavam quanto à proeminência da percepção liberal da atividade econômica (em todos os níveis), já delineada

anteriormente. A desregulamentação irrestrita, a parcimônia na intervenção estatal e a crença de que a livre iniciativa seria capaz de promover (com exclusividade e eficiência) a melhor alocação dos recursos econômicos foram postas sob as luzes da atenção e análise.

Coen (2017) traça com nitidez as linhas gerais da agenda de regulação dirigida à resiliência sistêmica. A harmonização do sistema regulatório global é central para o objetivo almejado: a resiliência só pode se basear em robustos padrões prudenciais globais, combinados com efetiva supervisão. Em geral, a análise da equivalência regulatória supõe comparabilidade entre jurisdições e parte da premissa de atendimento aos padrões mínimos da Basileia. Nesse sentido, os relatórios do programa de avaliação de consistência regulatória são elemento importante ao exame da pretensa harmonização do sistema global. Sistema que, sob aspecto de governança, se mostra como típica plataforma de interações. Relações estas coordenadas entre diferentes atores com autonomia e mapas de interesses próprios.

Stiglitz (2004) explica com muita nitidez a lógica intrínseca à gênese dos modernos arcabouços regulatórios em finanças, ou de outra forma, o início da regulação baseada em capital, proposta pelo Comitê de Supervisão Bancária, instância sediada no Banco Internacional de Compensações (BIS), que termina por servir de referência àquela instância e foro de representação das instituições bancárias centrais de todo o mundo. Segundo as palavras do autor:

Declarações a respeito da capacidade financeira para obter crédito de um tomador específico são mais significativas quando aqueles que fazem essas declarações estão dispostos a colocar sua mão no fogo, a arriscar pelo menos parte de seu capital. Ter dinheiro sob risco também melhora os incentivos para se fazer um trabalho melhor de avaliação e monitoramento. É por isso que certificações de um banco que não tem capital desfrutam de pouca credibilidade. (STIGLITZ, 2004, p. 176).

O sistema de incentivos que pretensamente conduziria à boa gestão de riscos, núcleo central da atividade bancária, conforme lição de Saunders (2007), tem se mostrado insuficiente ao longo das últimas décadas e principalmente nos recentes eventos observados a partir de 2008. De uma forma objetiva, a relação entre a gestão de grandes instituições financeiras guiadas por modelos baseados na separação entre donos e gestores ou ainda, controladores societários e administradores, fragilizou a lógica anteriormente traçada, algo que é decisivo na compreensão da ampliação da exposição a riscos, conforme Rajan (2005).

A revisão da crise tem apontado que estrutura de remuneração dos gestores profissionais das grandes instituições, fortemente dependentes de componentes variáveis conforme desempenho (via bônus de performance de resultados de curto-prazo) fragiliza, potencialmente, a efetividade do requerimento mínimo de capital próprio como um “regulador

automático” para exposição a riscos por parte das instituições.

Tal problema foi, inclusive, antevisto pelo autor quando tratava do pretense desalinhamento entre os incentivos de gestão e de propriedade, nas instituições financeiras. Para ele, a principal preocupação relaciona-se aos incentivos. Qualquer análise do modelo adotado nas principais instituições financeiras aponta para o fato de que há a camada gerencial (intermediária) entre o acionista (proprietário da instituição financeira) e o investimento (por ela realizado). É fundamental destacar que tal constatação direciona ao questionamento do quão alinhados estão os incentivos dos gestores e dos acionistas e quais as distorções criadas pelo desalinhamento. O artigo de Rajan (2005) mostrou-se “angular” no exame das causas e estruturas de incentivos que desencadearam a crise de 2008. Ali, a governança corporativa, enquanto instrumento necessário de aprimoramento, se mostrou em nível não compatível com o desafio de controle de assunção de riscos na complexa estrutura das instituições financeiras.

Diante disso, a supervisão bancária e a regulação voltam ao debate. Partindo-se da consideração de que o sistema de incentivos tradicional (que sinalizava como suficiente a determinação de requerimentos mínimos de capital na promoção da eficiência e solidez do sistema financeiro, via incentivos proprietários) se mostrou inadequado e incompleto no atingimento da lógica de “autorregulação automática”, a visão *mainstream* foi momentaneamente suavizada e, com ela, suavizadas também (ainda que temporariamente) as vertentes de ‘principal corrente’ que resistiam à ideia de que estruturas regulatórias e de supervisão efetivas como aspectos necessários para regular a interação entre agentes no ambiente financeiro. Ambiente que tem sido, sucessiva e crescentemente, adjetivado pela complexidade, aceleração e alavancagem.

Resgatando aspectos já considerados anteriormente e que alicerçam o presente estudo, reputa-se necessário assinalar que a regulação e supervisão têm papéis a cumprir notadamente no que concerne ao reforço dos padrões de governança das instituições financeiras. De rápido exame, mostra-se que o paradigma regulatório delineado pelas atuais normas harmonizadas aos Acordos de Basileia têm se dirigido à formulação, conceituação e configuração de mentalidade da alta gestão das instituições financeiras. A gestão estratégica dessas instituições é o foco de atenção do arcabouço regulatório e de supervisão financeira, que se dirige a pilares essenciais, tais como: modelo de negócios, gerenciamento de riscos e de capital, com elementos de revisão das práticas de governança corporativa.

Além disso, o aprimoramento da governança - em termos de qualidade regulatória e efetividade de supervisão, nos termos metodológicos definidos conforme Kaufmann *et al.*

(2011) - é apontado como referência consensual como reforço institucional necessário à promoção de ambientes de negócios que devem ser conjugados com supervisão, regulação e governança corporativa em nível adequado às melhores práticas, como via de superação de crises como as ultimamente observadas. Em suma, a busca de melhores padrões de governança, identificados e associados à elevação da qualidade regulatória e da efetividade supervisora podem cumprir papéis convenientes diante dos desafios postos pelas crises financeiras.

2.2 Nova Economia Institucional (*New Institutional Economics*) - NEI

A economia institucional apresenta um ambicioso projeto de consolidação teórica que pretende explicar, dentro de seu paradigma, eventos econômicos conjugados a cultura, mercado, política, atuação administrativo-governamental e condições sociais. Seu artifício poderia ser eventualmente situado numa própria e abstrata definição de instituição. Em sua definição mais ampla, North (2004) define instituições enquanto restrições criadas pelo homem para emoldurar as interações, sejam formais ou tácitas. Exemplo clássico é o direito de propriedade, cuja existência redefine o próprio ânimo econômico e seu motor.

Há robusta pesquisa histórica econômica que ampara tal exemplo de relevância incontestável. Landes (2003) e North (2004), por exemplo, assinalam o surgimento dos direitos de propriedade como fator de elevada carga explicativa ao desenvolvimento econômico. É a partir do século XVII, diante da sujeição da monarquia inglesa ao parlamento, que se evidencia a ampliação do intercâmbio mais eficiente de bens. Tal quadro de eficiência se materializa (por via da redução de incertezas) por se tornar mais seguro e previsível, já que os agentes econômicos não precisariam mais precificar o risco de expropriações ou se mitigavam prêmios de risco.

O institucionalismo econômico tem sua gênese a partir da contribuição de Veblen que redefiniu o estudo de economia tomando em consideração vasto rol de variáveis e aspectos comuns à antropologia, história e sociologia. Em sua obra mais difundida, em que traça com muita antecedência a primeira análise a respeito das novas estruturas do sistema econômico mundial, que se consolidariam apenas no século XX, à teoria da classe ociosa de Veblen (2005) se somam outros trabalhos cuja envergadura desafiaria (muitas vezes com incômodo) o *status quo ante* da análise econômica clássica. Trabalhos como os de Veblen (1898, 1919) deixam em evidência o fato de que, para o fundador do institucionalismo, o trato de assuntos econômicos deveria promover debates mais aprofundados em termos de materialidade, assim como uma pesquisa transversal a vastas áreas de conhecimento.

Contudo, a despeito da estreia ainda em fins do século XIX, o institucionalismo será incorporado ao debate econômico apenas em meados do mesmo século pela difusão das obras de Coase (1937, 1960) que tratarão de nuances da atividade econômica em seu nível microeconômico, sem contudo, presumir simplificações extremas do processo organizacional. É a partir dessas obras que a abordagem institucional se firma com sistematicidade, a partir da segunda metade do século XX.

Ronald Coase, filiado à tradição multidisciplinar da área, postula pela inviabilidade de se examinar o problema econômico, baseado na hipótese de que as organizações seriam caixas-pretas que tomam preços numa ponta do processo produtivo e entregam produtos na outra ponta da cadeia. Visão de inquietude que exprime, em razoável medida, o ânimo que orienta a proposição de contribuição teórica mais dedicada à complexa miríade de relações observadas ao longo do sistema econômico: a nova economia institucional.

Apenas como simples sistematização das ideias aqui apresentadas, julga-se produtivo apontar as diferentes abordagens neo-institucionalistas: histórica, sociológica e *econômica* que, em alguns campos, será denominada como da *escolha racional*. Para autores como Eggertson (1990), Putterman e Kroszner (1996), se evidencia que sutis diferenciações (entre terminologias) surgem no enfoque mais rigoroso desta última quanto à interação estratégica, enquanto aquela confere atenção aos mecanismos competitivos, regras e direitos de propriedade. Para Steinmo, Thelen e Longstreth (1992), a abordagem histórica se materializa numa resposta à proposta de análise estrutural-funcionalista, popularmente adotada na ciência política a partir da segunda metade do século XX.

A abordagem sociológica observa sua gênese no âmbito da teoria das organizações. Seu aspecto distintivo pode ser assinalado no enfoque culturalista que serve de balizas à própria análise institucional. Campbell (1998) oferece exemplo concreto de ampliação conceitual do termo “instituição”, que passa a incorporar sistemas de símbolos, esquemas cognitivos e modelos morais que ancoram o sentido da ação humana.

2.2.1 A sistematicidade da Nova Economia Institucional

Quanto à sistematicidade da NEI, é conveniente resgatar conceito exposto por Williamson (1975) que tem alcançado razoável influência entre diferentes linhas de pesquisa. Seu alcance não se restringe ao campo da economia, percorrendo vasto horizonte das ciências sociais aplicadas. A nova economia institucional (NEI) dirige-se às instituições e ao papel destas nos desenhos organizacionais, compreendidos numa ampla acepção das molduras viáveis de sistematização da atividade produtiva, em sociedade. A definição de instituição é

conceito aberto e embora repouse na concepção de que as instituições são as normas, restrições ou costumes não escritos que servem de limites à complexa teia de relações humanas e interações sociais, que moldam e contextualizam a criação de valor em qualquer economia, indo além.

De acordo com North (1960), as instituições são as “regras do jogo” respeitadas com o fim utilitário de reduzir incerteza e controlar o ambiente. Nisto, se incluem regras escritas e acordos que orientam relações contratuais, tais como a governança. É neste ponto que a governança se aproxima da nova economia institucional. Governança, independentemente do nível de sua aceção, traça trajetória não retilínea, flexível, não ditada por normas cristalizadas. A governança se insere no mapa de referências definido por regras escritas ou não.

Regramentos formais ou informais que se dirigem ao conjunto de práticas observadas nos arranjos sócio-produtivos e que podem ser reforçado ou revisado pelas instituições, com vistas a garantir que os resultados adicionem valor aos decisores que participam do processo. De igual forma, as instituições podem ser identificadas nas constituições, leis e normas infralegais que orientam a política, governos e a economia, em qualquer das suas múltiplas dimensões. No conceito ampliado, pode-se ainda acrescentar como integrantes da definição de instituição, as regras de comportamento, normas de costume e crenças.

A perspectiva econômica neoinstitucional supera o rigoroso paradigma neoclássico fundado em pressupostos de perfeição informacional, ilimitada racionalidade e da inexistência de custo nas transações. Abordagens como as de Coase, anteriormente referidas, demonstram que o neoinstitucionalismo econômico provê um dos insumos mais decisivos ao debate teórico em economia: a suavização da hipótese de mercados livres de fricção. As instituições são responsáveis pela solução de conflitos e pela configuração de equilíbrios negociais que significam menor dispêndio de energia decorrente de pretensa lubrificação das suas engrenagens. Aspecto central sobre o qual, em larga medida, repousa sua intrínseca legitimidade.

A NEI supera, dessa forma, um dos gargalos da contribuição neoclássica, assumindo premissas mais realistas que aprimoram as já citadas: os agentes dispõem de informação imperfeita, observam limitações à capacidade de interpretação e decodificação da informação disponível e, por decorrência, se defrontam com limitações na predição baseada nos eventos passados, ampliando-se assim o campo de incerteza tanto sobre eventos quanto sobre resultados esperados, dedicando recursos escassos na busca e coleção dessas informações, já que os custos de transação não são nulos.

Num exercício de compreensão de gênese, evidencia-se que as instituições surgem exatamente para mitigação de riscos. É para que se possa esperar (com razoável confiança) que a conduta esperada e a conduta observada do indivíduo não denotem discrepância. É para diminuir a distancia entre ambas que a norma é gerada e que se delega o poder-dever de fiscalizar seu cumprimento. Normas podem ser expressas por meios formais (leis e suas congêneres) ou tácitos (normas de comportamento, sob qualquer forma ou gênero).

Para os neoinstitucionalistas, o desempenho de qualquer economia depende das instituições e (por decorrência) da governança que provê condições adequadas às transações (via redução de seus custos) e engendram comportamentos de cooperação. A NEI analisa o ciclo de geração das instituições e também como elas conformam os diferentes esquemas que dão base à atividade econômica.

2.2.2 A NEI situada diante do *mainstream*

O escopo da análise econômica neoinstitucional é vasto e supera (não negando ou abandonando) a contribuição neoclássica com seu rigoroso enfoque circunscrito a preço e produção. O exame de seus pressupostos geralmente aceitos, ao longo de sua contribuição teórica, demonstra que se há rejeição das premissas de perfeição informacional e racionalidade ilimitada, há a aceitação das premissas de escassez e competição. É neste ponto que se entende que a nova economia institucional dialoga com o enfoque neoclássico. Em breve síntese, a principal corrente do pensamento contemporâneo, em ciência econômica, mostra-se hoje em diálogo com linhas de pesquisa da nova economia institucional, abordando temáticas que aparentemente não se prestariam ao seu exame, dado o rol mais ampliado das variáveis que parametrizam problemas não adstritos ao *quantum*, em seu núcleo.

Arrow (1987) e Williamson (2000) estipulam com clareza que o alcance e influência do neoinstitucionalismo econômico derivam da aceitação do bem sucedido núcleo da economia neoclássica. Arrow também observa ainda que diferindo da velha escola institucional, a *NEI* não se propõe a fornecer novas respostas às tradicionais questões econômicas (alocação de recursos ou grau de utilização dos mesmos), se propondo a responder novas questões tais como as razões pelas quais instituições econômicas emergiram com a forma com que se apresentam e não de outra. A NEI, neste sentido, tenta responder a questões que a economia neoclássica não objetivava responder e tal proposta terminou por propiciar à nova economia institucional identidade própria e razoável aderência de pesquisa, nas palavras de Menard et al. (2005).

Para North (2004) a economia neoclássica não foi criada para explicar o processo de

mudança econômica, muito menos mudanças políticas ou sociais. Institucionalistas, diferentemente, buscam entender a mudança por meio do entendimento dos incentivos e intenções humanas e das crenças, normas, regras criadas com vistas ao alcance de seus objetivos.

O simples provimento de respostas a novas questões termina por requerer a concepção de novas metodologias. Nesse sentido, a própria amplitude da NEI estimulou uma abordagem multidisciplinar que tem se mostrado factível e sinalizado quanto à viabilidade de adaptação de conceitos metodológicos de qualquer disciplina que lance luz sobre normas, regras e crenças que orientem o comportamento humano, nas suas interações conducentes à criação de valor econômico.

2.3 Governança

Para Rhodes (1996), o termo ‘governança’ encerra variados conceitos e isso gera potenciais dificuldades acerca da precisa delimitação do objeto tratado. Para o autor, há ao menos seis acepções que se confundem em referência a variados aspectos: estado mínimo, **governança corporativa**, nova gestão pública, sistemas sócio-cibernéticos, **redes auto-organizáveis**, além do senso comum associado à ideia de “**boa governança**”, numa acepção de quadro desejável relativo a práticas aderentes à boa condução administrativa, em sua ampla gama de desafios e questões práticas.

Desta forma, Rhodes sugere o conceito de “redes interorganizacionais auto-organizáveis que complementam mercados e hierarquias como estruturas de governo para alocação de recursos, controle e coordenação.” (1996; p. 7) Nesse aspecto, se situa (eventualmente) a reta tangente ao ponto de maior destaque no presente estudo. A governança perpassa estruturas formais, retilíneas, rígidas e estáticas de controle. Como instituição viva, prescinde de cargos ou títulos, endereçando atenções e entregando resultados de forma autônoma, curvilínea, flexível e dinâmica.

2.3.1 Governança, Regulação, Supervisão e Instituições

A governança situa-se no centro da pesquisa em curso, que a assume nestes múltiplos níveis conceituais possíveis, conforme anteriormente referido por Rhodes (1996). O nexos de vinculação teórica entre a governança e o aprimoramento econômico tangenciam supervisão e regulação financeiras. Outro nexos teórico pode ser observado entre a governança e a Nova Economia Institucional (NEI) enquanto paradigma que oferece contribuição relevante ao aprimoramento econômico por via da qualificação dos padrões de governança, hoje objeto

prioritário do esforço de supervisão e regulatório, em nível internacional.

O aprimoramento da governança - em termos de qualidade regulatória e efetividade de supervisão, nos termos definidos conforme Kaufmann *et al.* (2011) - é apontado como referência de reforço institucional necessário à promoção de ambientes propícios à prevenção ou superação de crises. Resgatando-se aspectos tratados por Rajan (2005) a percepção de que há significativos incentivos à inobservância de princípios regulatórios, dirigem a atenção à necessária reformulação dos incentivos e das molduras econômicas e normativas, com necessário enfoque na adequada condução dos interesses observados no sistema financeiro, que deixados ao clássico *laissez-faire* se mostram contraditórios e potencializadores dos riscos observados no sistema. A supervisão, neste sentido, se mostra como necessária ao referido aprimoramento.

Instituições (objeto prioritário da NEI) como o *Financial Stability Board* (FSB), desempenham inequívoco mandato na persecução de melhores padrões no sistema financeiro internacional. De acordo com a publicação do FSB (2017), sua missão se coaduna com o conceito de governança, enquanto harmonização normativa (aqui, tomada em sentido amplo) no plano internacional:

The FSB aims to promote financial stability by developing strong regulatory, supervisory and other financial policies and fostering a level playing field through coherent implementation across sectors and jurisdictions. [...] In the *FSB Framework for Strengthening Adherence to International Standards*, member jurisdictions “committed to undergoing periodic peer reviews focused on the implementation and effectiveness of international financial standards and policies agreed within the FSB⁵. (FSB, 2017, p.2).

Na linha de comprometimento à aderência e de esforços de implementação de melhores padrões de supervisão e regulação, os membros do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB), sob égide do Artigo 6.1 da Carta publicada pelo FSB (2010), se comprometem a conduzir avaliações baseadas em revisões entre partícipes (pares), em bases periódicas.

Em complemento à condição de participação no Conselho, as avaliações se apresentam enquanto mecanismo institucional relevante à promoção da implementação

⁵ Em tradução livre: O FSB objetiva promover a estabilidade financeira por meio do desenvolvimento de fortes regulação, supervisão e outras políticas financeiras e estimulando elevados níveis operacionais que perpassam implementação coerente em variados setores e jurisdições. [...] Na Moldura do FSB para Fortalecimento da Aderências aos Padrões Internacionais, países membros se ‘comprometeram a realizar periódicas revisões pareadas com enfoque na implementação e efetividade dos padrões financeiros internacionais e das políticas convencionadas no âmbito do próprio FSB’.

(integral, consistente e adequada no tempo) das reformas acordadas no âmbito do G20/FSB, cujos países estão representados no Conselho. Assim, as avaliações são reconhecidas pelo monitoramento de implementação, no arranjo de Coordenação do Conselho, como via de potencialização e incentivo à perseguição de padrões mais elevados, por parte dos países membros do Conselho (jurisdições), em termos de aderência aos padrões, conforme relatórios publicados pelo FSB (2010, 2011 e 2012).

De igual forma, instituição como o Comitê de Supervisão Bancária de Basileia publica relatório BIS (2016) em que são reiteradas as referências apontadas pelo Conselho, anteriormente referidas.

A key component of the Basel Committee's work agenda is to ensure strong regulatory regimes and effective supervisory systems across its member jurisdictions. The lessons of the recent financial crisis have highlighted the need for full, timely and consistent implementation of the Basel standards to underpin public confidence in banks, prudential ratios, and a level playing field⁶. (BIS, 2016, p.2).

Nessa frente institucional, em 2009, foram publicados princípios de implementação para testes de *stress* pelo Comitê de Supervisão Bancária de Basileia. Conceitualmente, os testes são cruciais (enquanto ferramentas) na identificação de resultados adversos (*downside*) e não esperados no vasto espectro de riscos aos quais está exposta a instituição. A crise financeira expôs fragilidades nos programas de testes de *stress* das instituições, algo determinante na carente identificação dos riscos aos quais estavam expostas, tanto sob a ótica da natureza quanto da magnitude deles. Culminando, por parte do Comitê, numa ação de exame dos testes empreendidos no sistema financeiro e em 2009 as recomendações para bancos e supervisores foram intituladas como *Principles for sound stress testing practices and supervision*. Tais recomendações definiram um conjunto de princípios para solidez da governança, desenho e implementação dos programas de testes de *stress* em bancos.

No documento *Peer review of supervisory authorities' implementation of stress testing*, há referências ao cenário condutor de responsabilização dos agentes envolvidos no processo onde se define que os bancos devem constituir molduras de governança mais fortes, com claras linhas de responsabilidade pela elaboração dos testes de estresse, conforme BIS (2012). Dos princípios descritos, convém destacar dois deles:

⁶ Em tradução livre: “Um componente chave da agenda de trabalho do Comitê de Basileia é assegurar regimes regulatórios fortes e sistemas de supervisão efetivos em todos os países membros. As lições da recente crise financeira têm destacado a necessidade de implementação plena, tempestiva e consistente dos padrões de Basileia com vistas ao reforço da confiança do público nos bancos, nos indicadores de solvência e no padrão geral de práticas observadas no setor”.

1. Stress testing should form an integral part of the overall governance and risk management culture of the bank. Stress testing should be actionable, with the results from stress testing analyses impacting business decisions of the board and senior management. Board and senior management involvement in the stress testing programme is essential for its effective operation; [...]17. Supervisors should require management to take corrective action if material deficiencies in the stress testing programme are identified or if the results of stress tests are not adequately taken into consideration in the decision-making process⁷. (BIS, 2012, p.15).

As conclusões do relatório sinalizam quanto à solidez dos testes relativos à implementação prática, em 2012, dos princípios propostos em 2009. Havia, no entanto, nítido espaço para aprimoramentos. Quando se definem práticas que se associavam a países mais avançados, percebe-se o engajamento da governança com a alta gestão, na definição dos cenários de testes de *stress*. No quesito relativo ao exame dos princípios, as respostas dos países nas pesquisas destacam (entre as áreas comuns de futuro aprimoramento dos testes de *stress*) a governança: “There is a sense that banks need to have a better understanding of stress testing limitations, assumptions, and uncertainties by users of stress test results, including senior management and the board of directors⁸.” BIS (2012, p.12) .

A regulação e supervisão, assim, conjugam papéis a cumprir notadamente no que concerne ao reforço dos padrões de governança observados nos mercados em que atuam as instituições financeiras. De rápido exame, mostra-se que o paradigma regulatório delineado pelas diretrizes normativas do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia (BCBS) e do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB) têm se dirigido à reformulação e configuração de “*mindset*” da alta gestão das instituições financeiras. A gestão estratégica dessas instituições se situa no foco de atenção do arcabouço regulatório e de supervisão financeira, que se dirige a pilares essenciais, como modelo de negócios e gerenciamento de riscos e de capital.

A NEI diante deste desafio sinaliza concreta contribuição. Para Williamson (1975), a nova economia institucional (NEI) dirige-se às instituições e ao papel destas nos desenhos organizacionais, compreendidos numa ampla acepção das molduras viáveis de sistematização

⁷ Em tradução livre: “1. Testes de estresse devem fazer parte integral da cultura de instituições bancárias, notadamente no que concerne às suas práticas de governança e gerenciamento de risco. Os testes de estresse devem ser convertidos em ações, com seus resultados e análises impactando as decisões de negócio tomadas pela diretoria e alta gestão. O envolvimento da diretoria e da alta gestão na programação dos testes de estresse é essencial para sua efetiva operacionalidade; [...] 17. Supervisores devem requerer à gestão que medidas corretivas sejam tomadas se deficiências materiais na programação dos testes de estresse forem identificadas ou se os resultados dos testes não forem adequadamente incorporados ao processo decisório da instituição”

⁸ Em livre tradução: “Há percepção de que os bancos precisam ter melhor compreensão das limitações dos testes de estresse, das premissas e incertezas por parte dos usuários dos resultados dos testes de estresse, incluída a alta gestão e a diretoria.

da atividade produtiva, em sociedade. A definição de instituição é conceito aberto ancorado na concepção de que as instituições são as normas, restrições ou costumes não escritos que servem de limites à complexa teia de relações humanas e interações sociais, que moldam e contextualizam a criação de valor em qualquer economia.

Tal conceito tem longo alcance, conforme aponta North (1990) e Williamson (2000), para os quais os neoinstitucionalistas têm se tornado, ao longo do exame das instituições e suas interações, crescentemente atentos aos modelos mentais e outros aspectos de cognição que determinam como a realidade é interpretada, algo que – por via reversa – termina também por moldar o ambiente institucional criado.

Exemplificativamente, as diretrizes que servem à formulação de normas do sistema financeiro, originárias de instituições ou foros multilaterais, têm se mostrado em clara sintonia com reforço do mandato da alta gestão de instituições financeiras, pelos resultados do seu processo decisório (e do perfil de risco nele apresentado), bem como do processo de responsabilização disso decorrente. Este objetivo tem se mostrado central nas normas implementadas nas mais diferentes jurisdições e que tratam de aspectos como *compliance*, gerenciamento integrado de riscos e de capital, canais de denúncia com vistas à compilação de informações que afetem risco reputacional, política de sucessão e auditoria interna.

Todas estas são normas que definem com muita ênfase o papel da alta gestão das instituições na implementação de tais matérias. Numa evidente apropriação da teoria ao observado no plano empírico, é perceptível que as normas se dirigem à configuração de modelos mentais e processos de cognição, inequivocamente destacados no corpo de tais normas. Apenas para oferecer referência, dispositivos contidos nas seguintes resoluções do Conselho Monetário Nacional se dirigem ao papel e atribuição de responsabilidades específicas da alta gestão, que sem apropriar dispositivos estreitos, redistribui responsabilidades na condução do gerenciamento de riscos e temas atinentes à natureza destas instituições:

A resolução n.º 4.538/2016 dispõe sobre a política de sucessão de administradores das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pela autoridade regulatória, que deverão implementar e manter política de sucessão de administradores, aplicável aos cargos da alta administração da instituição. De acordo com o está definido dos artigos segundo ao quinto, a política de sucessão de administradores deve ser compatível com a natureza, o porte, a complexidade, a estrutura, o perfil de risco e o modelo de negócio da instituição, de forma a assegurar que os ocupantes dos cargos da alta administração tenham as competências necessárias para o desempenho de suas funções. A política de sucessão de

administradores, deste modo, deve abranger processos de recrutamento, de promoção, de eleição e de retenção de administradores, formalizados com base em regras que disciplinem a identificação, a avaliação, o treinamento e a seleção dos candidatos aos cargos da alta administração, considerando, no mínimo, os seguintes aspectos: condições para o exercício do cargo exigidas pela legislação e pela regulamentação em vigor, capacidade técnica, capacidade gerencial, habilidades interpessoais, conhecimento da legislação e da regulamentação relativas à responsabilização de qualquer natureza por sua atuação e experiência. No plano da responsabilização normativa, o artigo quarto define que o conselho de administração, e (na sua inexistência) a diretoria, é responsável por aprovar, supervisionar e controlar os processos relativos a o planejamento, à operacionalização, à manutenção e à revisão da política de sucessão de administradores, que deverá ser revisitada em frequência regular.

Já a resolução n.º 4.557/2017 dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos e a estrutura de gerenciamento de capital. Em seu capítulo quinto, trata da governança do gerenciamento de riscos e do gerenciamento de capital. A norma reputa ao ao conselho de administração, para fins do gerenciamento de riscos e do gerenciamento de capital as seguintes atribuições: fixação dos níveis de apetite por riscos da instituição (contidos na declaração de apetite a riscos) e revisá-los, com o auxílio do comitê de riscos, da diretoria e do diretor responsável pelo gerenciamento de riscos, aprovação e revisão, com periodicidade mínima anual das políticas, das estratégias e dos limites de gerenciamento de riscos e das políticas e as estratégias de gerenciamento de capital, do programa de testes de estresse, das políticas para a gestão de continuidade de negócios, do plano de contingência de liquidez, do plano de capital, do plano de contingência de capital e a responsabilidade por assegurar a aderência da instituição às políticas, às estratégias e aos limites de gerenciamento de riscos e correção tempestiva das deficiências da estrutura de gerenciamento de riscos e da estrutura de gerenciamento de capital, promoção da disseminação da cultura de gerenciamento de riscos na instituição, assegurando os recursos adequados e suficientes para o exercício das atividades de gerenciamento de riscos e de gerenciamento de capital, de forma independente, objetiva e efetiva. A norma explicita que, inexistindo conselho de administração, as mencionadas atribuições se deslocarão para diretoria da instituição. Competindo a esta, a relevante atribuição (indelegável) de conduzir, em conformidade com as políticas e estratégias atinentes ao tema, as atividades que impliquem a assunção de riscos.

Entre as atribuições compartilhadas, no âmbito da alta gestão (conselho de administração, comitê de riscos, diretor responsável pelo gerenciamento de riscos e diretoria

da instituição), figuram ainda: a compreensão, de forma abrangente e integrada, os riscos que podem impactar o capital e a liquidez da instituição, entendimento das limitações das informações disponíveis dos reportes relativos ao gerenciamento de riscos e ao gerenciamento de capital, garantia de que o conteúdo da declaração de apetite a riscos seja observado pela instituição, entendimento das limitações e as incertezas relacionadas à avaliação dos riscos, aos modelos, mesmo quando desenvolvidos por terceiros, e às metodologias utilizadas na estrutura de gerenciamento de riscos e a responsabilidade de assegurar o entendimento e o contínuo monitoramento dos riscos pelos diversos níveis da instituição. Enfim, a alta gestão, por efeito regulamentar, figura como responsável por temáticas de elevada substância técnica. É disso que se extrai a percepção de que o papel de causalção circular cumulativa associado à governança tem potencial relevante no aprimoramento das instituições financeiras.

A resolução n.º 4.567/2017 dispõe sobre a remessa de informações relativas aos integrantes do grupo de controle e aos administradores das instituições financeiras e sobre a disponibilização de canal para comunicação de indícios de ilicitude relacionados às atividades da instituição. A resolução n.º 4.595/2017 dispõe sobre a política de conformidade (*compliance*) das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e neste quesito segue o já citado padrão de atribuição de responsabilidades aos componentes da alta gestão das instituições financeiras. O artigo nono, da citada norma, se dirige ao conselho de administração para atribuir-lhe a responsabilidade de assegurar a adequada gestão da política de conformidade na instituição, a efetividade e a continuidade da aplicação da política de conformidade, a comunicação da política de conformidade a todos os empregados e prestadores de serviços terceirizados relevantes e a disseminação de padrões de integridade e conduta ética como parte da cultura da instituição.

Nesta mesma linha, repousa sobre o componente, a responsabilidade pela a garantia de que medidas corretivas sejam tomadas quando identificadas falhas de conformidade e de provimento dos meios necessários para que as atividades relacionadas à função de conformidade. Nas instituições que não possuam conselho de administração, as atribuições e responsabilidades previstas são transferidas à diretoria da instituição. A resolução n.º 4.588/2017 dispõe sobre a atividade de auditoria interna nas instituições financeiras. Em seu artigo 20, estabelece deveres da administração no que toca ao tema, devendo o conselho de administração assegurar a independência e a efetividade da atividade de auditoria interna, prover os meios necessários para que a atividade de auditoria interna seja exercida adequadamente, informar tempestivamente os responsáveis pela atividade de auditoria interna quando da ocorrência de qualquer mudança material ocorrida na estratégia, nas políticas e nos

processos de gestão de riscos da instituição. O conselho de administração é o responsável pela observância, por parte da instituição, das normas e procedimentos aplicáveis à atividade de auditoria interna.

Para a abordagem teórica da NEI, o desempenho de qualquer sistema econômico depende de instituições e da governança, como provedores de condições adequadas às transações e molduras para comportamentos de cooperação. A NEI se propõe a analisar o ciclo de geração das instituições e também como elas conformam os diferentes esquemas que dão base à atividade econômica. Arrow (1987) e Williamson (2000) estipulam com clareza que o alcance e influência do neoinstitucionalismo econômico derivam da aceitação do bem sucedido núcleo da economia neoclássica. A NEI, neste sentido, tenta responder a questões que a economia neoclássica não objetiva responder e tal proposta terminou por propiciar à nova economia institucional identidade própria e razoável aderência de pesquisa, nas palavras de Menard et al. (2005). Para North (2004) a economia neoclássica não foi criada para explicar o processo de mudança econômica, muito menos mudanças políticas ou sociais. Institucionalistas, diferentemente, buscam entender a mudança por meio do entendimento dos incentivos e intenções humanas e das crenças, normas, regras criadas com vistas ao alcance de seus objetivos.

2.3.2 Governança enquanto padrão internacional

O paradigma teórico da pesquisa respeita contribuições teóricas que possibilitam a apropriação do que é empiricamente observado, no plano das ações de política e coordenação internacional, em matérias de elevada complexidade e de natureza multivariada: caso nítido da governança, regulação e supervisão financeiras ou de seu objetivo: o aprimoramento da estabilidade e eficiência financeiras.

A governança, em termos internacionais, pode ser concebida enquanto padrão desejável. Tal é o entendimento de autores como Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (2011), ao assinalar os problemas práticos que levam à necessária definição de conceitos comuns em bases internacionais, inclusive de dados. Para os já citados autores, a maneira como o poder é exercido na gestão dos recursos sociais e econômicos de um país, para seu desenvolvimento é fortemente associado à ideia de governança.

Ainda em consideração àquilo que se define por governança, uma de suas possíveis acepções é a de *boa governança*. E, baseado em publicações como relatório do World Bank (2001), pode-se dizer de forma ampla que a governança se identifica nas regras, mecanismos de aderência compulsória e organizações, em qualquer país ou realidade observável no plano

internacional, conduzentes a melhores padrões de desenvolvimento e bem-estar econômico.

Nesta linha, são perceptíveis iniciativas de consolidação e compilação estatística que se dirigem à construção de indicadores concernentes à governança observada no plano internacional, pelos seus países e organizações. É de se frisar, portanto, que a própria ideia de construção de parâmetros internacionais busca também o aprimoramento dos ambientes financeiros observados nesses países.

2.3.3 Governança corporativa e plataformas de interações

Se a terminologia de governança corporativa há pouco se decodificava apenas como jargão acadêmico, atualmente se associa a eventos de elevada difusão: escândalos e fraudes corporativas ocorridas na década de 90 e falhas que conduziram à crise de 2008. Enfim, tais eventos se associaram à transferência indevida de riqueza empresarial (dos acionistas) para os gestores. As reformas empreendidas em antecedência à crise, como o relatório *The Financial Aspects of Corporate Governance*, publicado em 1992, comumente referido por relatório *Cadbury* ou inovações legislativas como exemplo da *Sarbanes-Oxley Act*, vieram em resposta à demanda por aprimoramento institucional que já se punha como necessário à consecução de negócios, pela restauração da confiança dos investidores. Em suma, diante de casos como o da *Enron*, evidenciou-se que conselhos, diretorias, credores, agências de *rating* e reguladores se mostraram pouco efetivos na reversão dos problemas apontados, conforme Kim, Nofsinger e Mohr (2010). Com os eventos que levaram à última crise, não foi diferente.

No plano da governança corporativa, contribuições clássicas como as de Roe (1990, 1993), Grundfest (1990), Black (1992), Jensen (1993), e Bhide (1993) definem problemas relativos às regras de direito corporativo que orbitam em torno da separação entre propriedade e controle, inerente ao desenho das corporações. O artigo de Fama (1980) traça as linhas gerais relativas aos problemas de agência dentro do recorte microeconômico. Os desafios trazidos pela relação principal-agente terminam amplificados por instituições observadas nos sistemas jurisdicional, legislativo e de regulação.

Assumindo-se molduras delimitadoras da arquitetura de governança, Fama e Jensen (1983a, 1983b, 1985) propõem conceitos que se vinculam à pretensa e automática mitigação de riscos sistêmicos: supondo que os acionistas detêm interesses de última ordem, recebendo o retorno sobre seus investimentos apenas quando qualquer outro credor (que mantém privilégio de ordem) houver sido plenamente satisfeito, delegar-lhes o controle da corporação seria (para os referidos autores) além de moralmente defensável, constituinte de equilíbrio ótimo em termos microeconômicos:

[...] as shareholders are also presumed to be well-diversified, and thus less risk-averse concerning a single company's prospects than managers or other stakeholders, they should also be willing to select and fund the risky, long-term investment projects that represent the future for all modern economies⁹

Todavia, permanece controvérsia acerca de múltiplos assuntos vinculados à governança corporativa. Apenas para exemplificar, no âmbito das contribuições seminais contidas em Malatesta e Walkling (1988), Ryngaert (1988) efeito “*poison pills*” e retornos extraordinariamente negativos que se seguem ao anúncio de planos de “*hostile takeover*” demonstram haver efeitos riqueza observáveis, que se somam à simples disposição de poder e desenho institucional. Assim transferências de riqueza entre os acionistas e os administradores terminam por se constituir em elemento empírico relevante para qualquer assunto que se insira no âmbito da governança corporativa. Aspecto que termina por recolocar pontos como os examinados por Rajan (2005) em condição de primazia na explicação de muitos riscos observados nas instituições financeiras. Já para Comment e Schwert (1995), a lógica de dispositivos acionários (elementos principais da literatura a respeito da governança) termina por afetar significativamente preços nos mercados de negociação de títulos (participações acionárias), afetando diretamente os acionistas. A governança corporativa, neste sentido, é o desenvolvimento de modelo entranhado na lógica neoinstitucional: as organizações repousam sobre normas formais ou tácitas que geram incentivos (de modo variado) à motivação dos agentes envolvidos em cadeias de adição de valor econômico. O alinhamento dos objetivos organizacionais aos individuais termina por promover arranjos mais eficientes.

Considerando ainda governança enquanto plataforma de interações, percebe-se que Estados, corporações, organizações internacionais, setores econômicos adotam modelos de governança que servem como plataforma de interações dos agentes econômicos, servindo assim de base à geração de riquezas. Nessa idéia, se inserem os próprios mercados, empresas, e os variados alinhamentos que conduzem a atividade econômica, assim como os próprios acordos que parametrizam os esforços produtivos.

Viñals e Fiechter (2010), conforme já citado, observaram fragilidades (dentre as várias áreas avaliadas no sistema financeiro internacional, conforme resultados conclusivos conduzidos sob coordenação do Programa de Avaliação de Estabilidade Financeira do Fundo Monetário Internacional) que se associam à insuficiente harmonização e baixa aderência entre

⁹ Em livre tradução: [...] como se presume que acionistas também diversificam bem suas carteiras, sendo menos aversos ao risco em relação a um empreendimento isoladamente que seus gestores ou outros parceiros de negócios, eles deveriam também selecionar e bancar os projetos de investimento de longo-prazo arriscados que representam o futuro de todas as modernas economias.

o arcabouço regulatório e a efetiva supervisão dos sistemas financeiros. Problema que se vincula diretamente à governança, em sua concepção associada à plataforma de interações. Numa perspectiva metodológica, conforme Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (2011), há dimensões que devem ser examinadas com maior aprofundamento: estado de direito, qualidade regulatória e efetividade governamental, com a conseqüente reverberação de tudo isso sobre a observância de normas e condutas. Em suma, a resposta teórica quanto ao aprimoramento do binômio eficiência-solidez dos sistemas financeiros pode ser proposta com base conceitual que preconize a governança enquanto instituição em si mesma. Assim, como já se apontou anteriormente, a nova economia institucional contribui razoavelmente para explicar as interações que moldam o comportamento econômico em sua acepção mais ampla.

Assim, é conveniente destacar que o problema de pesquisa e sua conseqüente resposta repousam sobre a nova economia institucional assim como sobre a contribuição teórica relacionada à governança, considerada em perspectiva multinível: a governança enquanto conjunto de regras aplicável interna e externamente às instituições, de qualquer natureza, com vistas ao aprimoramento econômico, incrementando eficiência e estabilidade, gerando maior bem-estar. Nisso se faz razoável reiterar (na construção do presente trabalho) a importância intrínseca das instituições e de sua interação no ordenamento dos sistemas sócioeconômicos. Tal é a concretude da realidade que até mesmo para perspectivas clássicas opostas seria necessária atuação e regulação (em diferentes graus) sobre a atividade econômica, no sentido de lhe prover ou facilitar a dinâmica.

3 PROCEDIMENTO METODOLÓGICO

A pesquisa empreendida soma perspectivas, integrando métodos quantitativos e qualitativos. A análise quantitativa se baseia nos dados disponíveis no Banco Mundial: *Global Financial Development Database* e *Worldwide Governance Indicators*, e tomou por base sua data mais próxima (definida para 2015, disponível para todos os países). Assim, todos os países neles compilados são, conforme já se identificou na introdução do trabalho, as unidades de análise. Numa dimensão complementar, procedeu-se, em busca de molduras que suportem explicação do fenômeno (relações causais), à análise qualitativa dirigida ao exame de conteúdo orientada à pesquisa documental de relatórios do *Financial Sector Assessment Program-FSAP* do Fundo Monetário Internacional e do *Regulatory Consistency Assessment Program-RCAP*, do Banco Internacional de Compensações.

3.1 Enquadramento de pesquisa e técnicas adotadas

Dirigindo-se ao enquadramento de pesquisa, conforme, Gil (2002), as pesquisas podem ser exploratórias, descritivas ou explicativas. Num traço temporal, pode-se dizer que o presente estudo inicialmente teve caráter exploratório e se dirigiu ao tangenciamento das relações gerais entre governança, solidez e eficiência financeiras. Nesta fase, procurou-se identificar o que havia disponível para estudo do objeto do trabalho. Quais as bases disponíveis, dados públicos, relatórios disponibilizados, quais instituições e com que frequência temporal se publicava informação pertinente.

Nesta linha, houve atenta busca por fontes e instituições internacionais. Definidas as bases de dados e relatórios, o estudo se dirigiu à descrição estatística (em seu sentido lato), considerando-se que as técnicas adotadas são do campo inferencial do método estatístico-matemático. A descoberta de associações entre variáveis caracteriza, segundo o já citado autor, a natureza descritiva da pesquisa:

Algumas pesquisas descritivas vão além da simples identificação da existência de relações entre variáveis, e pretendem determinar a natureza dessa relação. Nesse caso, tem-se uma pesquisa descritiva que se aproxima da explicativa. Há porém, pesquisas que, embora definidas como descritivas com base em seus objetivos, acabam servindo mais para proporcionar uma nova visão do problema, o que as aproxima das pesquisas exploratórias. (GIL, 2002, p. 42)

O método estatístico, de acordo com Marconi e Lakatos (2003), permite obter, de conjuntos complexos, representações simples e constatar se essas verificações simplificadas têm relações entre si. Assim, o método estatístico promove a redução conceitual de

fenômenos sócio-econômicos a termos-síntese, viabilizando tratamentos quantitativos, que permitem comprovar as relações dos fenômenos entre si, obtendo generalizações sobre sua natureza, ocorrência e significado.

Em paralelo, a tese se propõe ao exame documental das estruturas de supervisão e regulação dos principais sistemas financeiros no plano internacional. Para tanto, a pesquisa explicativa termina por ser incorporada à tese em sua dimensão metodológica qualitativa, que se dedica à análise documental dos já citados relatórios de *FSAP* e *RCAP*, que constituem o capítulo 5 do presente trabalho.

Tais relatórios se constituem, na temática, como fonte primária de acesso às estruturas de supervisão e regulatória dos diferentes países. Para Marconi e Lakatos (2003, p. 159), os principais tipos de documentos são:

- a) Fontes Primárias - dados históricos, bibliográficos e estatísticos; informações, pesquisas e material cartográfico; arquivos oficiais e particulares; registros em geral; documentação pessoal (diários, memórias, autobiografias); correspondência pública ou privada etc.

Utilizando as categorias (fontes escritas ou não/fontes primárias ou secundárias/contemporâneas ou retrospectivas) viabiliza-se quadro de auxílio à compreensão do universo da presente pesquisa documental. Os documentos examinados na presente pesquisa são: escritos, primários e retrospectivos.

Complementarmente, para as já citadas autoras, em relação à técnica empregada na condução da análise documental, técnica aqui considerada como um conjunto de preceitos ou processos de que se serve uma ciência, sendo também a habilidade para aplicar tais preceitos e normas, na obtenção de seus propósitos, correspondendo portanto, à fase operacional da coleção informacional que servirá de suporte à análise proposta pela pesquisa. Praticamente, para *documentação direta* examinada, adota-se observação direta extensiva com base na técnica de análise de conteúdo. Tal expediente se dirige, no presente trabalho, à sistematização descritiva e objetiva dos relatórios *FSAP* e *RCAP*. Assim, baseando-se nesses conceitos, detalha-se aqui o método aderente à satisfação dos objetivos e pergunta de pesquisa.

3.2 Bases de dados

Do ponto de vista procedimental, a sistematização da base de dados e a análise estatística foram realizadas com o auxílio do programa Stata/SE 15.0 (*Stata Corp., College Station*). Os principais *outcomes* encontram-se devidamente sumarizados nas tabelas descritas no presente capítulo e naqueles relativos à análise dos resultados. Com vistas à

disponibilização dos resultados analíticos, foi criado um diretório de acesso: (<https://www.dropbox.com/sh/okgomj0f8jgiluq/AADJ79f1vXaJ4H7gMYuNU8bla?dl=0>).

A pesquisa se estrutura a partir de duas bases de dados originalmente providas pelo Banco Mundial, *Global Financial Development Database* (<https://datacatalog.worldbank.org/dataset/global-financial-development>) e *Worldwide Governance Indicators* (<https://datacatalog.worldbank.org/dataset/worldwide-governance-indicators>), com a última data de corte utilizada para 2015, em relação às unidades de análise do presente estudo. Beck, Demirguc-Kunt e Levine (2000, 2010) demonstram que a estruturação de bases de dados por parte de organismos internacionais se dirige à necessidade de superar desafios relativos à estruturação de métricas de desenvolvimento. Duas destas iniciativas se consubstanciaram no desenvolvimento do que se define por base de dados sobre o desenvolvimento financeiro global e dos indicadores mundiais de governança, em livre tradução, acima citadas.

A coleta das informações termina por ser consolidada pelas instituições multilaterais e institutos, em sistemáticas próprias a cada uma das variáveis examinadas, cujos procedimentos seguem referidos nos apêndices das já citadas bases de dados. No que pertine às duas bases supracitadas, há preocupação metodológica quanto à harmonização dos dados, traço que lhe confere inestimável atributo de comparabilidade, nos pertinentes limites metodológicos. Elas são disponibilizadas de forma consolidada e reúnem dados oriundos de diferentes fontes, algo concebido para promover a comparabilidade de diferentes países, regiões e mercados, ao redor do mundo, como é o caso do presente estudo. Estas bases de dados abrangem a quase totalidade dos países, com última data de publicação de 2017.

De acordo com as práticas internacionais, observa-se que para diversos atores envolvidos na pesquisa sobre desenvolvimento de sistemas financeiros (entre os quais, se podem citar: condutores de política, reguladores, técnicos e demais agentes) é fundamental dispor de ferramentas e indicadores que se prestem à mensuração de tais sistemas.

Até recentemente, mensurar desenvolvimento financeiro era um desafio empírico conforme Levine (2005), principalmente em decorrência de indicadores estreitos, baseados em *proxies* e que muitas vezes não capturavam aspectos centrais do desenvolvimento financeiro, por se materializarem em indicadores baseados parâmetros bancários.

Em adição, dados relevantes se mostravam dispersos entre diferentes bases de dados, cada uma com seus respectivos perfis. A retro citada autora também indica que uma significativa troca conflituosa se apresentava na medida em que se objetivava indicadores mais sofisticados, embora poucos países dispusessem deles. O enfrentamento deste desafio

tem sido conduzido por esforço substancial do Banco Mundial, na linha de compilação de tais dados e disponibilização de base de dados que sejam aderentes ao tema.

Algumas questões definem a própria vocação da instituição pois tais indicadores e variáveis possibilitam resposta a diferentes perguntas que estão no núcleo de preocupações daquele organismo multilateral. Por exemplo, tal base de dados propicia o enfrentamento de questões tais como: a forma pela qual diferentes regiões e países têm promovido o amadurecimento de seus mercados e instituições, as tendências prevaletentes observadas ao longo dos anos, a condução de políticas que reduzam o impacto de crises financeiras.

3.3 Método e procedimentos

O método hipotético-dedutivo se observa com consistência científica e pode ser sumarizado em breve linhas: expectativas/conhecimento prévio antecedem problemas, que precedem conjecturas e desaguam na possibilidade de falseamento, conforme conhecida estrutura assinalada por Popper (1975). Assim, é relevante explicitar que o ambiente paradigmático da pesquisa termina por conter os citados marcos epistemológicos:

A observação não é feita no vácuo. Tem papel decisivo na ciência. Mas toda observação é precedida por um problema, uma hipótese, enfim, algo teórico. A observação é ativa e seletiva, tendo como critério de seleção as 'expectativas inatas'. Só pode ser feita a partir de alguma coisa anterior. Esta coisa anterior é nosso conhecimento prévio ou nossas expectativas.(MARCONI; LAKATOS, 2003, p. 97).

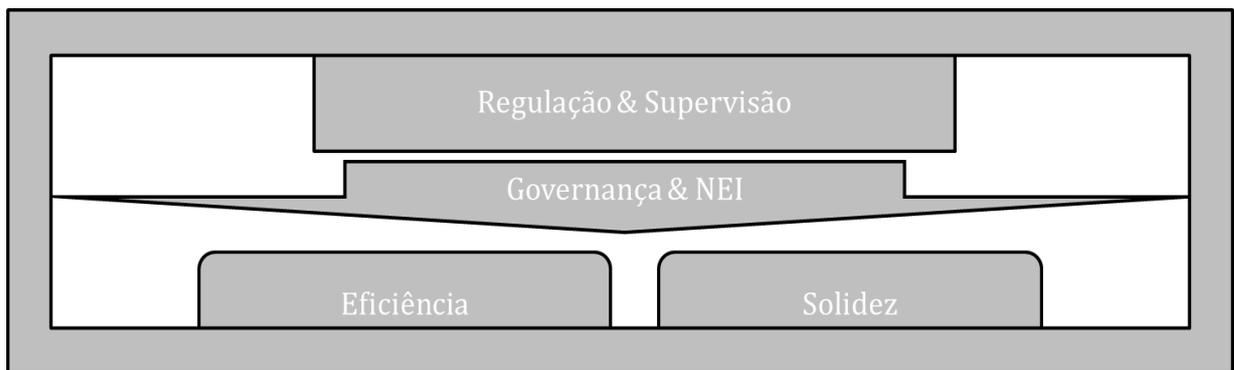
Serão realizados procedimentos e técnicas de análise para identificação das relações de associação entre governança, solidez e eficiência nos diferentes sistemas financeiros, em base internacional. Neste sentido, observou-se aderência do fenômeno estudado (que é transversal a diferentes realidades e janelas temporais) às técnicas de análise econométrica de dados em painel desbalanceado.

De acordo com Baltagi (1995), a adoção de procedimentos de “dados em painel” é especialmente adequada quando há elevada heterogeneidade, caso dos diferentes países observados. Para o autor, o argumento de defesa para que seja adotada abordagem baseada em ‘painel’ se situa no fato de que, sob a técnica, se evidencia (com maior ênfase) a dinâmica de mudança. Desta forma, pode-se inferir que os procedimentos de análise econométrica, com dados em painel desbalanceado se apresentam aderentes à natureza do problema de pesquisa. Em síntese, a pesquisa assume que tais técnicas são adequadas ao exame de fenômenos multivariados e complexos, já que os recortes transversal e longitudinal se combinam para que se perceba a evolução dos dados, no seu conjunto mais amplo.

3.4 Unidades e variáveis de análise

Cada um dos diferentes países integrantes das bases de dados constitui-se em unidade de análise, para os quais são examinados indicadores relativos à governança, solidez e eficiência observados. A proposta é estudar as relações estatísticas (de associação) observadas entre estado de direito, qualidade regulatória, efetividade governamental (três dimensões de governança) e solidez e eficiência financeira, no plano internacional.

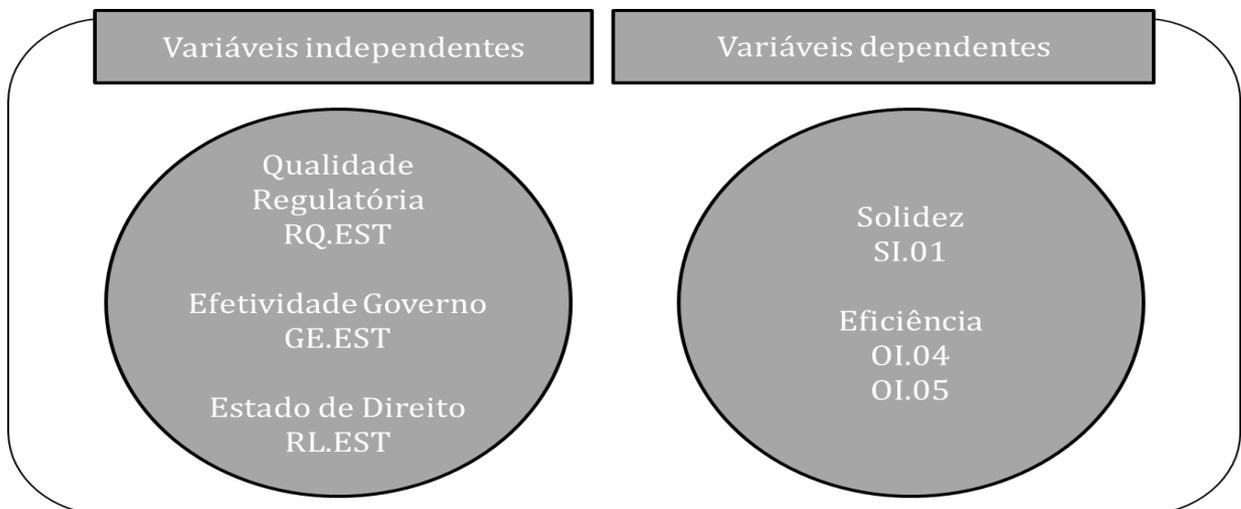
Figura 1 - Relações examinadas (modelo analítico da tese)



Fonte: Elaborado pelo autor.

As variáveis independentes são extraídas da base de dados de indicadores mundiais de governança, conforme anteriormente referido. Em relação às variáveis dependentes (as de solidez e eficiência), são extraídas da base de dados do desenvolvimento financeiro global, provida pelo Banco Mundial. É conveniente sistematizá-las através do esquema gráfico conforme abaixo:

Figura 2 - Principais variáveis examinadas (esquema gráfico)



Fonte: Elaborado pelo autor.

Apenas como instrumento catalográfico, as variáveis dependentes (solidez e eficiência) seguem estruturadas nas tabelas 3.3.1; 3.3.2:

Quadro 2 - Eficiência - Variáveis examinadas

Código	Variável	Definição
OI.04	Índice Lerner	Medida de poder de mercado no sistema bancário. Compara o preço de serviço e o custo marginal, ou seja, o <i>markup</i> . Um incremento no índice de Lerner indica a deterioração do nível de competição entre os intermediários financeiros.
OI.05	Índice Boone	Medida do grau de competição baseada na eficiência de resultados no segmento bancário. É calculada como elasticidade dos resultados em função dos custos marginais. Um incremento no índice Boone implica a deterioração do nível de competição entre os intermediários financeiros.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Quadro 3 - Solidez - Variável examinada

Código	Variável	Definição
SI.01	Escore bancário <i>Z-score</i>	Indica a probabilidade de insolvência do sistema bancário doméstico. O <i>Z-score</i> compara a capitalização e lucratividade do sistema bancário com a volatilidade dos retornos.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Retomando, em relação às variáveis independentes: estado de direito, qualidade regulatória e efetividade governamental), são extraídas da base de dados de indicadores mundiais de governança, provida pelo Banco Mundial. De igual forma, julgou-se conveniente sistematizá-las através de tabelas, conforme abaixo:

Quadro 4 - Governança - Variáveis examinadas

Código	Variável	Definição
GE.EST	Efetividade de Governo: Estimativa	A Efetividade de Governo captura a percepção da qualidade dos serviços públicos e o grau de independência dos servidores em face de pressões políticas, a qualidade da formulação, implementação das políticas públicas e a credibilidade do compromisso do governo perante tais políticas. A Estimativa fornece a nota do país, num indicador agregado, em unidades de uma distribuição normal padrão, variando no intervalo aproximado entre -2.5 to 2.5.
GE.STD.ERR	Efetividade de Governo: Erro-padrão	A Efetividade de Governo captura a percepção da qualidade dos serviços públicos e o grau de independência dos servidores em face de pressões políticas, a qualidade da formulação, implementação das políticas públicas e a credibilidade do compromisso do governo perante tais políticas. O Erro Padrão indica a precisão da estimativa. Maiores valores de erros-padrão indicam estimativas menos precisas. Um percentual 90 no intervalo de confiança para estimativa de governança é dada pelo estimativa +/- 1.64 multiplicado pelo erro-padrão.
RQ.EST	Qualidade Regulatória: Estimativa	A Qualidade Regulatória captura as percepções da habilidade do governo de formular e implementar políticas públicas e regulação sólida que promovam e permitam o desenvolvimento do setor privado. A Estimativa fornece a nota do país, num indicador agregado, em unidades de uma distribuição normal padrão, variando no intervalo aproximado entre -2.5 to 2.5.
RQ.STD.ERR	Qualidade Regulatória: Erro-padrão	A Qualidade Regulatória captura as percepções da habilidade do governo de formular e implementar políticas públicas e regulação sólida que promovam e permitam o desenvolvimento do setor privado. O Erro Padrão indica a precisão da estimativa. Maiores valores de erros-padrão indicam estimativas menos precisas. Um percentual 90 no intervalo de confiança para estimativa de governança é dada pelo estimativa +/- 1.64 multiplicado pelo erro-padrão.
RL.EST	Estado de Direito: Estimativa	O Estado de Direito captura a percepção do quão confiantes e obedientes são os agentes econômicos em face das regras vigentes na sociedade, e - em particular - em face à obrigatoriedade do cumprimento dos contratos, direito de propriedade, polícia e poder judiciário. A Estimativa fornece a nota do país, num indicador agregado, em unidades de uma distribuição normal padrão, variando no intervalo aproximado entre -2.5 to 2.5.

RL.STD.ERR	Estado de Direito: Erro-padrão	O Estado de Direito captura a percepção do quão confiantes e obedientes são os agentes econômicos em face das regras vigentes na sociedade, e - em particular - em face à obrigatoriedade do cumprimento dos contratos, direito de propriedade, polícia e poder judiciário. O Erro Padrão indica a precisão da estimativa. Maiores valores de erros-padrão indicam estimativas menos precisas. Um percentual 90 no intervalo de confiança para estimativa de governança é dada pelo estimativa +/- 1.64 multiplicado pelo erro-padrão.
------------	--------------------------------	--

Fonte: Elaborado pelo autor.

Informações detalhadas acerca das variáveis de governança podem ser obtidas no sítio www.govindicators.org. Os indicadores globais de governança são produzidos por Kaufmann e Kraay, conforme Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (2010) e podem ser sintetizados visualmente, apenas para ilustrar as múltiplas dimensões conceitual- metodológicas associadas à variável governança:

Figura 3 - Dimensões conceitual-metodológicas do indicador de Governança



Fonte: Elaborado pelo autor

Quanto à métrica de solidez, o escore Z captura a probabilidade de calote no sistema bancário de um dado país, comparando o colchão de amortecimento para crises de um país (capitalização somada aos retornos acumulados) com a volatilidade desses retornos. É estimado como $(ROA + (PL/ativos))/dp(ROA)$; $dp(ROA)$ é o desvio-padrão do ROA. ROA é o Retorno sobre Ativos. PL, patrimônio líquido. Os dados de ROA, PL e ativos são números agregados por país.

Quanto à métrica de eficiência, os indicadores utilizados, como já definidos merecem

ainda as seguintes referências. Para o índice Lerner, os preços são calculados como o total de receitas bancárias dividida pelos custos marginais, estes obtidos a partir de uma função custo translog estimada (com respeito a receita). Estimativas do índice seguem metodologia descrita em Demirgüç-Kunt e Pería (2010). O índice Boone, por seu turno, é calculado enquanto elasticidade dos resultados em relação aos custos marginais. Para obtê-la, o logaritmo dos resultados (medidos por retorno sobre ativos) é regredido sobre o logaritmo dos custos marginais. O coeficiente estimado (computado a partir da primeira derivada de uma função custo trans-logarítmica) é a elasticidade. Ambos se encontram metodologicamente ancorados em maior adequação quanto às comparações intertemporais, caso da presente pesquisa, de acordo com considerações de Demirgüç-Kunt e Pería (2010).

A lógica que subjaz ao indicador é que de que maiores retornos são alcançados por instituições mais eficientes. Desta forma, quanto mais negativo o indicador Boone, maior o grau de competição. Estimativas do índice Boone na base de dados utilizada pelo presente trabalho seguem a metodologia utilizada por Schaeck e Cihák (2010), com a modificação de utilização de custos marginais em vez de custos médios. Todos os indicadores utilizados foram calculados a partir de dados individuais, disponíveis na plataforma da consultoria internacional *Bankscope*, e compilados para base de desenvolvimento financeiro do Banco Mundial.

3.4.1 Análise por grupos de variável de controle

Nesta subseção, examina-se a relação entre os dois grupos de variáveis de controle (bancarização e socioeconômicas) e as variáveis independentes de interesse, assim como as dependentes. Cada grupo de variáveis serve ao refinamento do modelo, potencializando comparabilidade entre diferentes unidades de análise.

Desta forma, para exame das relações entre variáveis adotadas para parametrização de efeitos fixos (por bancarização e por socioeconômicas), considera-se útil referir (contrapondo tais grupos à efetividade governamental, qualidade regulatória e estado de direito) os seguintes quadros resumo:

Quadro 5 - Variáveis de controle -bancarização, - independentes

Síntese de variáveis de bancarização examinadas		
Código	Descrição	Interação
GFDD.AI.02	Bank branches per 100,000 adults	Para estruturas de governo efetivas, regulação consistente e estado de direito em vigor, espera-se adequado nível de bancarização, neste caso refletido na sua manifestação mais direta, número de agências bancárias por habitantes;
GFDD.AI.25	ATMs per 100,000 adults	Para estruturas de governo efetivas, regulação consistente e estado de direito em vigor, espera-se adequado nível de bancarização, neste caso refletido na sua manifestação mais direta, número de ATM's bancários por habitantes, numa face automatizada da relação descrita para variável GFDD.AI.02;
GFDD.DI.01	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	Para estruturas de governo efetivas, regulação consistente e estado de direito em vigor, espera-se que o sistema bancário performe adequadamente sua função clássica, de intermediação da poupança privada, entre agentes superavitários e deficitários, terminando por refletir em base financeira a efetiva bancarização da economia, em que o sistema financeiro de fato presta o serviço de intermediação, gerenciando riscos (<i>core business</i> do setor);
GFDD.DI.02 -	Deposit money banks' assets to GDP (%)	Para estruturas de governo efetivas, regulação consistente e estado de direito em vigor, espera-se que o sistema bancário concentre maiores proporções de recursos da economia, diminuindo assim o efeito de <i>shadow banking</i> e subsequentes mercados paralelos de ativos monetários, que proliferam em cenários de incerteza profunda, caso clássico dos países em que se observou hiperinflação e a decorrente âncora cambial (de fato) atrelada à divisa internacional (como dólar). Assim quanto mais efetivo seja um governo, menor a chance da população desejar guardar sua poupança fora do sistema bancário. Se o governo transmite credibilidade, menor é a probabilidade de corridas bancárias, menor é a parcela de riqueza que cursa no mercado paralelo;
GFDD.DI.04	Deposit money bank assets to deposit money bank assets and central bank assets (%)	Para estruturas de governo efetivas, regulação consistente e estado de direito em vigor, espera-se que o sistema financeiro contraposto ao segmento real (não financeiro) detenha proporções maiores de ativos no total observado em dado país (maior profundidade). Essa, pelo menos, é a tendência observável no exame empírico. Países mais harmonizados com as “boas práticas” de governança (ampla, não só a corporativa) terminam por promover “profundidade” ou maturidade do setor financeiro;
GFDD.DI.05	Liquid liabilities to GDP (%)	Para estruturas de governo efetivas, regulação consistente e estado de direito em vigor, espera-se que a proporção do M3, agregado monetário, em relação ao PNB seja maior. De forma análoga ao indicador prévio, países mais sólidos em seus padrões de governança (efetividade governamental, qualidade regulatória e estado de direito) terminam por apresentar maior liquidez de ativos;
GFDD.DI.09	Life insurance premium volume to GDP (%)	Pode-se dizer que países que gozam de maior nível de previsibilidade, planejamento e elevados padrões de governança (efetividade governamental, qualidade regulatória e estado de direito) terminam por incorporar a cultura de proteção a riscos (já que a sua gestão se torna factível), se traduzindo num volume maior de prêmios proporcionalmente à renda nacional bruta da economia,);
GFDD.DI.10	Nonlife insurance premium volume to GDP (%)	Pode-se dizer que países que gozam de maior nível de previsibilidade, planejamento e elevados padrões de governança (efetividade governamental,

		qualidade regulatória e estado de direito) terminam por incorporar a cultura de proteção a riscos, se traduzindo num volume maior de prêmios proporcionalmente à renda nacional bruta da economia;
GFDD.DI.12 -	Private credit by deposit money banks and other financial institutions to GDP (%)	Para estruturas de governo efetivas, regulação consistente e estado de direito em vigor, espera-se que o sistema bancário performe adequadamente sua função clássica, de intermediação da poupança privada, entre agentes superavitários e deficitários, terminando por refletir em base financeira a efetiva bancarização da economia, em que o sistema financeiro de fato presta o serviço de intermediação, gerenciando riscos (seu <i>core business</i>);
GFDD.EI.03	Bank noninterest income to total income (%)	Poder-se-ia dizer que quanto melhor o quadro geral de governança, maior a proporção de receitas das instituições financeiras pela prestação de serviços comparada à simples cobrança de juros nos empréstimos. Observa-se empiricamente que bancos de investimento e conglomerados financeiros operam como assessores e líderes de ofertas de ativos nos diferentes mercados de títulos, mercados fortemente dependentes das condições de governança observadas nas diferentes economias). O exame da relação para os principais centros financeiros (associados a bom padrão de governança) aponta para maior proporção de receita de serviços. Algo que se reveste de relevância em decorrência da diversificação de receitas. Relevante também por superar a simples cobrança de juros;
GFDD.EI.08	Credit to government and state owned enterprises to GDP (%)	Espera-se que em cenários de sólida governança a competição entre agentes públicos e privados goze de padrões de equidade, desta forma, aspectos como efetividade governamental, qualidade regulatória e estado de direito parecem conducentes à menor proporção de crédito concedido ao governo e empresas públicas;
GFDD.SI.04	Bank credit to bank deposits (%)	Para estruturas de governo efetivas, regulação consistente e estado de direito em vigor, espera-se que o sistema bancário performe adequadamente sua função clássica, de intermediação da poupança privada, entre agentes superavitários e deficitários, terminando por refletir em base financeira a efetiva bancarização da economia, em que o sistema financeiro de fato presta o serviço de intermediação, gerenciando riscos (seu <i>core business</i>);
GFDD.OI.02	Bank deposits to GDP (%)	Para estruturas de governo efetivas, regulação consistente e estado de direito em vigor, espera-se que o sistema bancário concentre maiores proporções de recursos da economia, diminuindo assim o efeito shadow banking (mercados paralelos de ativos monetários), que prolifera em cenários de incerteza profunda, caso clássico dos países em que se observou hiperinflação e a decorrente âncora cambial (de fato) atrelada à divisa internacional (como dólar). Assim quanto mais efetivo seja um governo, menor a chance da população desejar guardar sua poupança fora do sistema bancário. Se o governo transmite credibilidade, menor é a probabilidade de corridas bancárias, menor é a parcela de riqueza que cursa no mercado paralelo;
GFDD.OI.07	Liquid liabilities in millions USD (2010 constant)	Para estruturas de governo efetivas, regulação consistente e estado de direito em vigor, espera-se que a proporção do M3, agregado monetário, em relação ao PNB seja maior. De forma análoga ao indicador prévio, países mais sólidos em seus padrões de governança (efetividade governamental, qualidade regulatória e estado de direito) terminam por apresentar maior liquidez de ativos;

Fonte: Elaborado pelo autor.

Quadro 6 - Variáveis de controle-socioeconomicas-independentes

Síntese de variáveis socioeconômicas examinadas		
GFDD.OE.01	Consumer price index (2010=100, December)	Para cenários de estabilidade institucional, boa governança, efetividade governamental, qualidade regulatória e estado de direito, não se espera dinâmica inflacionária fora dos parâmetros esperados pela autoridade monetária. Em suma, estabilidade política, social e econômica implicam estabilidade monetária;
GFDD.OE.02 -	Consumer price index (2010=100, average)	Para cenários de estabilidade institucional, boa governança, efetividade governamental, qualidade regulatória e estado de direito, não se espera dinâmica inflacionária fora dos parâmetros esperados pela autoridade monetária. Em suma, estabilidade política, social e econômica implicam estabilidade monetária;
NYGDPMKTPCD NYGNPMKTPCD NYGDPPCAPKD	GDP/GNP/GDP per capita	Em relação às variáveis de governança, evidências sugerem elevada associação entre o nível de renda do país e melhores padrões institucionais.
SPPOPTOTL	Country Population	Não são identificadas premissas de relacionamento entre tal aspecto demográfico e considerações institucionais concernentes à governança.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Já a análise da relação entre os dois grupos de variáveis (bancarização e socioeconômicas) e variáveis dependentes segue motivada (de forma análoga à previamente discutida) pela necessidade de se estruturar com transparência fatores adotados na especificação do modelo. Em suma, cada grupo de variáveis serve ao refinamento do modelo, potencializando comparabilidade entre diferentes unidades de análise.

Desta forma, para exame das relações entre variáveis adotadas para parametrização de efeitos fixos (por bancarização e por socioeconômicas), considera-se útil referir (contrapondo aos indicadores de eficiência e solidez (índice Lerner, indicador Boone e escore Z), os quadros-resumos adiante estruturados.

Complementarmente, ainda, o presente exame pode ser facilitado pela seguinte notação, que se faz necessária para leitura da presente subseção: Para eficiência (considerado o Índice Lerner como *proxy*), assumo LI. Para estabilidade (considerado o Z-Score como *proxy*), assumo ZS. Quanto ao sinal, evidencia-se que para LI mais baixo, associa-se um sistema mais eficiente.

Para ZS mais alto, verifica-se sistema com maior probabilidade de default, sendo menor a solidez. Quando não mencionada a interação ou houver sinal esperado, presume-se relação não identificada. Nesta etapa da pesquisa, fez-se apenas referência a Lerner, principalmente em razão de praticidade analítica, considerando-se que a variável GFDD.OI.05 - Boone indicator

pode ser assumida como variável análoga à LI, relação positiva de quase-identidade (em seu sentido econômico). Em suma, para níveis mais baixos da variável Boone, espera-se ZS mais

altos, dado que os níveis gerais de rentabilização do capital do sistema financeiro diminuem, diminuindo estabilidade, esperando-se um sinal negativo para associação.

Quadro 7 - Variáveis de controle-bancarização - dependentes

Síntese de variáveis de bancarização examinadas - II		
Código	Descrição	Interação
GFDD.AI.02	Bank branches per 100,000 adults	Para LI mais baixo (mais eficiência) presume-se que quanto menor o indicador, maior a capilaridade da rede bancária sinalizando maiores níveis de bancarização, neste caso refletido na sua manifestação mais direta, número de agências bancárias por habitantes;
GFDD.AI.25	ATMs per 100,000 adults	Para LI mais baixo (mais eficiência) presume-se que quanto menor o indicador, maior o acesso a dispensadores de caixa, sinalizando maiores níveis de bancarização, neste caso refletido na sua manifestação mais automatizada, número de dispositivos de caixas eletrônicos;
GFDD.DI.01	Private credit by deposit money banks to GDP (%)	para LI mais baixo (mais eficiência) presume-se que quanto menor o indicador, maior seria o volume de crédito ofertado aos agentes econômicos;
GFDD.DI.02 -	Deposit money banks' assets to GDP (%)	para LI mais baixo (mais eficiência) presume-se que quanto menor o indicador, maior seria o volume de crédito ofertado pelo sistema aos agentes econômicos;
GFDD.DI.05	Liquid liabilities to GDP (%)	Para LI mais baixo (sistema financeiro mais eficiente) presume-se que quanto menor o indicador, maior seria o nível de liquidez monetária; Para ZS mais alto (sistema financeiro mais volátil, com base no que se observa na relação entre excesso de liquidez e crises financeiras);
GFDD.DI.06	Central bank assets to GDP (%)	Para ZS mais alto (sistema financeiro menos estável, com base no que se observa na relação entre capacidade de cumprir a função de emprestador de última instância, quanto maior o balanço da autoridade monetária, menor o risco de crise sistêmica financeira),
GFDD.DI.08	Financial system deposits to GDP (%)	Para LI mais baixo (mais eficiência) presume-se que quanto menor o indicador, maior seria o volume de ativos gerenciado pelos bancos;
GFDD.DI.12 -	Private credit by deposit money banks and other financial institutions to GDP (%)	Para LI mais baixo (mais eficiência) presume-se que quanto menor o indicador, maior seria o volume de crédito ofertado;
GFDD.EI.01	Bank net interest margin (%)	Para LI mais baixo (mais eficiência) presume-se que quanto menor o indicador, menor seriam as margens praticadas; (para menores margens e spreads, maior é o risco de default do sistema, maior é o ZS;
GFDD.EI.03	Bank noninterest income to total income (%)	Para LI mais baixo (mais eficiência) presume-se que quanto menor o indicador, maior seria a proporção de receitas de serviço;
GFDD.EI.04	Bank overhead costs to total assets (%)	Para LI mais baixo (mais eficiência) presume-se que quanto menor o indicador, menor seria a proporção de custos/despesas contrapostas ao ativo gerenciado; (para maiores custos/despesas relativas, maior é o risco de default, maior é o ZS;
GFDD.EI.05	Bank return on assets (% , after tax)	Para LI mais baixo (mais eficiência) presume-se que quanto menor o indicador, menor seriam os retornos observados; (para menores retornos, maior é o risco de default do sistema, maior é o ZS;
GFDD.EI.06	Bank return on equity (% , after tax)) –	Para LI mais baixo (mais eficiência) presume-se que quanto menor o indicador, menor seriam os retornos observados;

		Para menores retornos, maior é o risco de default do sistema, maior é o ZS;
GFDD.EI.07	Bank cost to income ratio (%)	Para LI mais baixo (mais eficiência) presume-se que quanto menor o indicador, menor seria a proporção de custos/despesas contrapostas ao ativo gerenciado; (para maiores custos/despesas relativas, menor a efetiva capitalização por acúmulo de resultados e é majorado o risco de default, maior é o ZS;
GFDD.EI.09	Bank return on assets (% , before tax)	Para LI mais baixo (mais eficiência) presume-se que quanto menor o indicador, menor seriam os retornos observados; (para menores retornos, maior é o risco de default do sistema, maior é o ZS;
GFDD.EI.10	Bank return on equity (% , before tax)	Para LI mais baixo (mais eficiência) presume-se que quanto menor o indicador, menor seriam os retornos observados; Para menores retornos, maior é o risco de default do sistema, maior é o ZS;
GFDD.SI.04	Bank credit to bank deposits (%)	Para LI mais baixo (mais eficiência) presume-se que quanto menor o indicador, maior seria o volume de crédito ofertado;
GFDD.OI.07	Liquid liabilities in millions USD (2010 constant)	Para LI mais baixo (sistema financeiro mais eficiente) presume-se que quanto menor o indicador, maior seria o nível de liquidez monetária; Para ZS mais alto (sistema financeiro mais volátil, com base no que se observa na relação entre excesso de liquidez e crises financeiras);

Fonte: Elaborado pelo autor.

Quadro 8 - Variáveis - controle-socioeconomicas - dependentes

Síntese de variáveis socioeconômicas examinadas - II		
GFDD.OE.01	Consumer price index (2010=100, December)	Numa faixa de normalidade inflacionária, não se percebe relação com eficiência ou solidez;
GFDD.OE.02 -	Consumer price index (2010=100, average)	Numa faixa de normalidade inflacionária, não se percebe relação com eficiência ou solidez;
NYGDPMKTPCD NYGNPMKTPCD NYGDPPCAPKD	GDP/GNP/GDP per capita	Em relação às dependentes, pode se presumir relacionamento marginal entre LI mais baixo (mais eficiência do setor financeiro) e maior nível de renda, <i>coeteris paribus</i> ;

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.5 Considerações sobre procedimentos quantitativos

3.5.1 Estatísticas descritivas, quadro geral

Tabela 1 - Estatísticas descritivas – quadro geral

	Média	DP
Variáveis dependentes		
Lerner index	0,241	1,131
Bank Z-score	12,746	8,278
Boone indicator	-0,096	1,697
Variáveis independentes de interesse		
Estado de Direito	0	0,998
Qualidade Regulatória	0	0,998
Efetividade do Governo	0	0,998
Variáveis socioeconômicas		
GDP per capita (Constant 2000 USD)	12.979,00	18.870,78
Population (Total)	33,5 milhões	130 milhões
CPI (2010=100, average) - Variation	0,349	13,652
Variáveis de bancarização		
Bank branches per 100,000 adults	19,408	26,586
ATMs per 100,000 adults	40,8	44,278
Liquid liabilities in millions USD (2000 constant)	18.700 mil	920.000 mil
Bank deposits to GDP (%)	50,408	46,575
Bank credit to bank deposits (%)	93,699	62,323
Credit to gov. and state owned enterprises to GDP (%)	10,62	11,319
Liquid liabilities to GDP (%)	57,663	45,792
Deposit money bank assets (DMBA) to DMBA and CB assets	87,34	16,737
Deposit money banks' assets to GDP (%)	55,691	44,692
Private credit by deposit money banks to GDP (%)	45,685	40,212

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para as variáveis de governança, observa-se reforço daquilo que está descrito na seção dedicada ao exame das variáveis: sendo padronizadas (distribuição normal), as médias igualam zero e o desvio-padrão converge para valor unitário. Quanto às *proxies* de eficiência, comportamento análogo se observa para sua distribuição. Com valores próximos a média zero e desvio padrão igual a um. O *Z-Score*, conforme referência descrita anteriormente, tem seu cálculo de média associada a 12,75, com desvio padrão aproximadamente igual a 8.

Como se fará notar a seguir, tanto na análise estatística, quanto nas conclusões, é razoável perceber que a conjugação entre a amplitude do escopo de pesquisa e os efeitos da crise terminam por constituir limitação idiossincrática da própria pesquisa, já que por regra de prudência, a premissa que subjaz ao presente estudo é a de que crises como a ocorrida entre os anos de 2008 e 2012 não podem ser completamente controladas por variáveis *dummy*. A percepção, portanto, é condizente à consideração de que o controle por variáveis *dummy*, pode (eventualmente) no limite das margens de erro, quantitativas, não permitir consolidação em sua inteireza fenomenológica. Nessa linha, portanto, se destaca que os eventos críticos (2008) podem estar associados a níveis médios mais elevados para probabilidade de ocorrência de *default* sobre instituições financeiras.

3.5.2 Estatísticas descritivas, por modelo aplicado a cada variável dependente

Tabela 2 - Estatística descritiva - variável dependente

	Média (Lerner)	DP	Média (Zscore)	DP	Média (Boone)	DP
Variáveis socioeconômicas						
GDP per capita (Constant 2000 USD)	14992,108	18862,389	13044,592	17439,65	13008,063	17621,54
Population (Total)	4,96E+07	1,53E+08	3,72E+07	1,30E+08	3,95E+07	1,34E+08
CPI (2010=100, average) - Variation	97,225	20,433	99,022	20,964	99,47	22,832
Variáveis de bancarização						
Bank branches per 100,000 adults	21,007	21,828	19,119	20,16	19,121	20,503
ATMs per 100,000 adults	46,739	44,016	41,051	42,163	41,146	41,935
Liquid liabilities in millions USD (2000 constant)	4,46E+05	1,73E+06	3,34E+05	1,48E+06	3,51E+05	1,52E+06
Bank deposits to GDP (%)	52,248	40,998	50,962	38,725	50,914	39,294
Bank credit to bank deposits (%)	108,777	72,696	99,116	65,707	100,558	66,906
Credit to gov. and state owned enterprises to GDP (%)	11,54	11,223	11,085	11,419	11,21	11,248
Liquid liabilities to GDP (%)	60,169	42,574	58,24	40,256	58,392	40,898
Deposit money bank assets (DMBA) to DMBA and CB assets	91,986	10,577	89,696	14,251	89,642	14,24
Deposit money banks' assets to GDP (%)	65,698	47,566	59,98	45,602	60,721	46,235
Private credit by deposit money banks to GDP (%)	54,839	44,083	49,608	41,593	50,158	42,188

Fonte: Elaborado pelo autor.

As estatísticas sumarizadas acima referem-se à natureza de cada uma das principais variáveis dependentes (e seus consequentes modelos adotados) nas séries de regressões. Assim, para cada grupo de regressões realizadas, são apresentados a descrição estatística (média e desvio-padrão) para cada uma das variáveis que integraram a base de dados da pesquisa. Considerando que cada uma das regressões colecionou grupos específicos de dados (painéis desbalanceados), pode-se perceber quais variáveis independentes e de controle que

estão sendo computadas nos diferentes modelos.

Exemplificativamente, pode-se perceber que dados de população variam de acordo com cada um dos modelos regredidos, para cada respectiva variável dependente. Assim, quando o modelo computa as relações para o índice de Lerner, a média de população é de aproximadamente 49,6 milhões de habitantes, com desvio padrão de 153 milhões, algo razoável quando se observa a natureza absolutamente irregular da disposição demográfica, entre diferentes países, lógica aplicável a cada uma das diferentes variáveis dependentes.

Exemplificativamente, para computação do escore Z, a média considerada (extraída por associação a cada um dos países que reportam a medida) é de 37,2 milhões, com desvio padrão de 130 milhões. Para o índice Boone, a média populacional é de 39,5 milhões com desvio padrão de 134 milhões de habitantes. Apenas para referir, se for considerada uma população mundial de 7 bilhões de habitantes, dispersos por 200 países, obter-se-iam números próximos a 35 milhões de habitantes por unidade de análise, no caso do presente estudo: país. Como a população é muito irregularmente distribuída, o desvio padrão supera (em ordem de grandeza) a própria média. Na próxima seção, trata-se das correlações de interesse entre as variáveis independentes (estado de direito, qualidade regulatória e efetividade) sobre os indicadores de eficiência e solidez.

3.5.3 Estatísticas descritivas, por nível de renda

Tabela 3 - Estatística descritiva, por recorte e nível de renda da /centralização

	Média	DP	Média	DP	Média	DP	Média	DP	Média	DP	Média	DP
Variáveis dependentes												
Lerner index	0.277	0.124	0.292	0.163	0.274	0.169	0.272	0.167	0.306	0.165	0.294	0.172
Bank Z-score	9.084	5.138	13.948	8.805	12.484	8.601	13.425	7.549	14.523	6.667	18.430	7.759
Boone indicator	-0.025	0.087	-0.084	0.191	-0.057	0.229	-0.032	0.175	-0.042	0.096	0.002	0.139
Variáveis independentes de interesse												
Estado de Direito	-0.966	0.549	-0.583	0.552	-0.332	0.658	1.100	0.564	1.557	0.286	1.295	0.650
Qualidade Regulatória	-0.972	0.619	-0.602	0.483	-0.261	0.717	1.098	0.559	1.538	0.369	1.291	0.612
Efetividade do Governo	-1.054	0.510	-0.596	0.443	-0.261	0.606	1.135	0.610	1.684	0.334	1.438	0.540
Variáveis socioeconômicas												
GDP per capita (Constant 2000 USD)	535.840	188.604	1.938.910	970.036	6.450.176	3.207.745	35.169.252	21.467.195	43.630.441	14.493.811	46.133.207	22.567.207
Population (Total)	1.77e+07	1.84e+07	5.11e+07	1.69e+08	4.48e+07	1.79e+08	1.72e+07	4.28e+07	7.49e+07	9.57e+07	1.36e+08	3.29e+08
CPI (2010=100, average) - Variation	2.009	35.144	0.072	0.062	0.067	0.092	0.027	0.031	0.018	0.016	0.021	0.024
Variáveis de bancarização												
Bank branches per 100,000 adults	2.558	2.182	11.155	11.255	19.262	20.829	35.843	37.202	27.767	12.091	28.943	20.646
ATMs per 100,000 adults	2.390	2.787	13.803	14.838	36.296	25.959	85.757	48.334	143.126	68.738	116.011	63.499
Liquid liabilities in millions USD (2000 constant)	1.22e+08	2.37e+09	56.944.271	1.97e+05	2.72e+05	1.60e+06	7.83e+05	2.06e+06	3.80e+06	4.29e+06	2.97e+06	4.25e+06
Bank deposits to GDP (%)	18.958	11.474	34.637	19.331	46.669	36.054	83.793	61.684	144.558	74.205	125.903	97.122
Bank credit to bank deposits (%)	66.275	26.571	89.076	88.059	93.425	43.987	111.984	54.923	87.397	30.902	103.165	57.145
Credit to gov. and state owned enterprises to GDP (%)	6.992	11.232	7.871	7.769	10.176	10.211	15.167	13.258	20.928	19.206	17.597	16.164
Liquid liabilities to GDP (%)	28.902	20.332	41.663	21.972	54.401	40.287	89.588	56.418	147.494	74.088	131.491	81.910
Deposit money bank assets (DMBA) to DMBA and CB assets	69.364	22.018	84.731	16.259	90.526	12.000	96.628	6.345	95.119	6.767	96.755	5.235
Deposit money banks' assets to GDP (%)	18.661	14.593	33.975	20.418	51.431	34.250	97.600	46.936	137.825	45.489	117.640	43.082
Private credit by deposit money banks to GDP (%)	13.009	9.100	27.096	17.465	40.808	28.390	83.178	45.294	118.462	41.454	101.088	40.297

Fonte: Elaborado pelo autor.

Explorando as heterogeneidades, podem-se perceber diferenças substantivas na descrição estatística que se associa a cada estrato analítico da pesquisa. São seis pares de colunas (com dados sobre média e desvio padrão) que representam os diferentes níveis de renda: baixa, média-baixa, média-alta, alta, centros globais e centros internacionais, em respectiva ordem. Para cada um dos modelos de regressão aplicados, segregados por nível de renda, são observadas estatísticas descritivas que caracterizam as heterogeneidades observadas.

Para a tabela acima, são segmentadas as variáveis dependentes, independentes de interesse, sócio-econômicas e de bancarização. Para cada estrato de renda observado, podem ser descritos os atributos principais de cada um dos grupos examinados. Apenas como rápido e direto exemplo, o nível dos países de baixa renda aponta para um produto interno bruto, per capita, de USD 535,84 dólares anuais (ano-base 2000). Países de alta renda, categorizados anteriormente, assumem renda anual média de USD 35.169,25 *per capita*, com desvios substancialmente maiores em relação à média, em face do observado nos países mais pobres. Neste sentido, percebe-se que países mais pobres são mais parecidos entre si. Quanto mais ricos, maiores as discrepâncias observadas, dentro de cada respectivo grupo. Os centros financeiros, por seu turno tem nível de renda ainda mais elevado. Os centros globais se associam à renda anual *per capita* de USD 43.630. Já os centros internacionais atingem o nível de USD 46.133, *per capita* anual. Os desvios em relação à média são crescentemente observados.

Em relação ao nível geral de inflação observado, são perceptíveis diferenças relevantes e padrões já referidos na literatura de economia internacional. Os índices inflacionários se mostram inversamente associados à dinâmica de renda anteriormente analisada. Países de renda baixa apresentam inflação estruturalmente maior que os mais ricos. Os centros financeiros apontam para inflação média quase desprezível.

As variáveis de bancarização, por seu turno, apontam para associação crescente entre cada uma delas em face ao nível de renda examinado. Aspectos que permitem assumir que quanto maior o nível de renda observado no país, maior infraestrutura do sistema financeiro, tanto em termos logísticos quanto em termos de profundidade operacional.

3.5.4 Método estatístico-econométrico

Um primeiro ponto a ser caracterizado, para fins de enquadramento metodológico da pesquisa, é a patente dificuldade de se estimar (em níveis de razoável rigor científico) o efeito das variáveis independentes observadas no presente estudo.

A governança, inclusive como se definiu pelo enquadramento teórico aplicável à matéria, é múltipla e apresenta graus variados de profundidade conceitual. No plano prático, as variáveis adotadas se relacionam a estado de direito, qualidade regulatória e efetividade governamental. É razoável a hipótese de que todas tenham (em algum vértice) conexão com os indicadores de solidez e eficiência, contudo os vetores de influência estão distantes do isolamento. Assim, devido a séries de fatores (identificáveis ou não) que podem estar correlacionados e podem não ser observáveis (perceptíveis) ao pesquisador, a presente pesquisa apenas sugere associações que, num debate mais amplo, poderiam servir de moldura para aprofundamento e detalhamento do fenômeno estudado.

Exemplificativamente, até países desenvolvidos (homogêneos em termos de renda ou Indicador de Desenvolvimento Humano) são muito diferentes entre si. A Suécia, por exemplo, se distancia razoavelmente das evidências empíricas observadas na Noruega. Num mesmo recorte socioeconômico, países geográfica e culturalmente próximos mostram-se estruturalmente diferentes sob ótica das finanças, isso é também o caso de países como os situados na região báltica. Assim, mesmo dentro de grupos relativamente homogêneos, existem heterogeneidades significativas. Países como Inglaterra ou Canadá são desenvolvidos, mas apresentam perfis financeiros completamente idiossincráticos. Entre grupos distintos, mais heterogeneidade se torna observável.

Desta forma, o método adotado na pesquisa termina, com base no amplo grupo de países examinados, por viabilizar a discussão de assuntos que de outra forma seriam confrontados pela razoável heterogeneidade observada entre os países, com diferentes níveis de desenvolvimento e as decorrentes reverberações disso no que tange aos modelos de negócios, adotados pelos agentes financeiros. Isto, em suma, se definiu como elemento positivo na própria viabilização do projeto de pesquisa que, assim, assumiu contornos originais.

Num primeiro plano de exame, optou-se pela definição de modelo baseado na estimação de parâmetros, em método de MQO (Mínimos Quadrados Ordinários), como ponto de partida para a elaboração do modelo de análise final, adiante apresentado.

Assim, em primeira fase, o termo abaixo servirá para referência inicial, sobre o que serão incorporadas variáveis e procedimentos que adiram ao fenômeno estudado. Em suma, a equação abaixo relaciona os indicadores de estabilidade (Z-Score) e eficiência (Boone e Lerner), para o país “i”, no ano “t” (representados pelo vetor Y_{it}), com as variáveis explicativas de interesse “estado de direito”, “qualidade regulatória” e “efetividade governamental” (rle_{it} , rqe_{it} , gee_{it} , respectivamente) que servem como proxies de

governança:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1_{rle[it]} + \beta_2_{rqe[it]} + \beta_3_{gee[it]} + X' \gamma_{it} + \delta_{t} + u_{it}$$

Donde,

o indexador "i" é a unidade de observação "país", e o "t" se refere ao "ano"

Y: variações observadas na variável dependente (Boone, Lerner e Z-Score);

β_0 : componente autônomo da variação observada;

β_1 : parcela de variação causada pela variável independente (Estado de direito);

β_2 : parcela de variação causada pela variável independente (Qualidade regulatória);

β_3 : parcela de variação causada pela variável independente (Efetividade governamental);

$X' \gamma_{it}$: Controles de bancarização e socioeconômico e crise

δ_t : Efeito-fixo para ano;

u: Termo de erro: dispersão observada entre a estimativa e a observação

A matriz X_{it} incorpora as variáveis de controle relacionadas à bancarização, aos aspectos socioeconômicos e uma variável binária que indica se houve registro de crise bancária para o país, descritas na subseção anterior. O vetor gama (γ) incorpora os parâmetros a serem estimados para variável de controle. Delta (δ)_t corresponde ao efeito fixo de ano que é útil para suavizar alterações anuais distribuídas homoganeamente entre os países. Exemplificativamente, fenômenos uniformemente distribuídos entre os países¹⁰, num dado ano, são escoimados do efeito consolidado no termo econométrico. O termo (u) representa um erro aleatório. Os parâmetros de interesse a serem estimados são β_1 , β_2 e β_3 , respectivamente, que vão denotar a correlação entre as proxies de governança e os indicadores de impacto (estabilidade e eficiência).

O termo de erro não encapsula algo relevante: o componente não-observável do país (que é invariante no tempo). Desta forma, na linha de aprimoramento do modelo, com vistas à sua melhor adequação ao fenômeno, optou-se pela adoção daquele que, na estimação dos parâmetros, leve em conta o efeito fixo (EF) de país, considerando a característica longitudinal dos dados. Assim, o modelo a ser estimado assume a seguinte especificação matemática:

¹⁰ Eventos de crise, por exemplo, ao alcançar de forma generalizada os países analisados (em sua majoritária parcela) termina por ser “descontada” estatisticamente.

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1_{rle{it}} + \alpha_2_{rqe{it}} + \alpha_3_{gee{it}} + X' \gamma_{it} + \delta_{i} + \delta_{t} + \varepsilon_{it}$$

Donde, o indexador "i" é a unidade de observação "país", e o "t" se refere ao "ano"

Y: variações observadas na variável dependente (Boone, Lerner e Z-Score);

α_0 : componente autônomo da variação observada;

α_1 : parcela de variação causada pela variável independente (Estado de direito);

α_2 : parcela de variação causada pela variável independente (Qualidade regulatória);

α_3 : parcela de variação causada pela variável independente (Efetividade governamental);

$X' \gamma_{it}$: Controles de bancarização e socioeconômico e crise

δ_i : Efeito-fixo para país;

δ_t : Efeito-fixo para ano;

ε_{it} : Termo de erro: dispersão observada entre a estimativa e a observação

onde o Delta (i) representa o efeito fixo do país, que é útil para capturar aspectos não-observáveis (não-perceptíveis ao pesquisador) para cada país e que se mostram invariantes no tempo. Dito de outra forma, países podem manifestar perfis idiossincráticos, redundando em parcelas de impacto que não se alteram no tempo e tampouco se observa noutros países. Tal expediente metodológico guarda relação formal com o exame das variáveis e, pela sua própria intangibilidade material, se afasta de discussão mais substantiva. Para todas as demais variáveis, o que se convencionou anteriormente segue válido. Os parâmetros - α (1, 2 e 3, respectivamente em face das variáveis de governança), diferentemente daquilo foi estimado no modelo anterior, β , para cada uma das variáveis de governança, estão calculados com menor viés, em razão do efeito-fixo de país. Em rápida síntese, a diferenciação entre os termos anteriormente apresentados se consubstancia na inserção do parâmetro δ (i), que é descrita enquanto efeito-fixo para país.

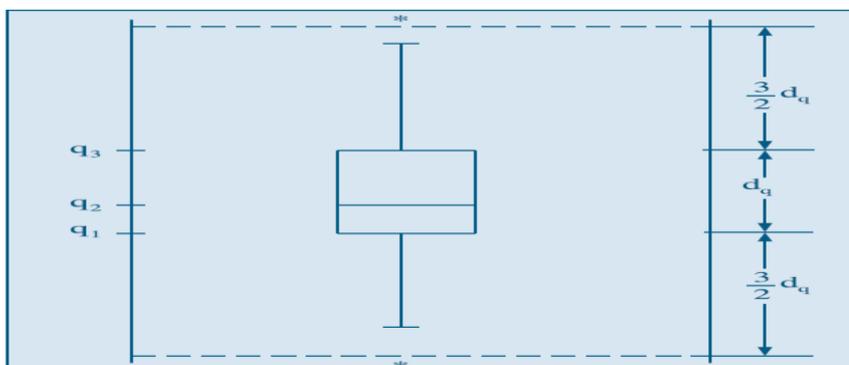
Ressalta-se, contudo, que mesmo se baseando na adoção de modelo com efeito fixo, não se consegue identificar (relação de causa-efeito) os seus parâmetros de interesse, que são " α_1 ", " α_2 " e " α_3 ". O que se faz é apresentar correlações entre os indicadores de impacto e variáveis de governança, sem se pretender atribuir causalidade, de forma a minimizar a influência de outros fatores. Aspecto relevante se associa também ao desbalanceamento do painel e a problemas oriundos do atrito dos dados (a inexistência de informações, *missing data*), aspectos que podem gerar viés na estimação dos parâmetros.

Em adição, os resultados serão apresentados utilizando o modelo de MQO clássico, que servirá de benchmark (como já referido anteriormente) para avaliação do modelo adotado em suas variações incrementais, algo que evidencia o custo metodológico da inadequação de abordagem baseada em MQO clássico, comparada ao modelo finalmente adotado, que é

baseado em efeitos fixos, com gradativa inclusão dos controles. A configuração da tabela de resultados gerais está diretamente associada à evolução dos modelos adotados.

É importante também explorar a heterogeneidade dos efeitos por "categoria de renda do país" e por grupo de países que sediam centros financeiros de maior ou menor escala. Assim, os modelos mencionados serão estimados condicionando países que pertencem a cada grupo de renda: baixa, média baixa, média alta e alta, além dos centros financeiros (em dois recortes: globais e internacionais). Nos recortes baseados em renda, o processamento estatístico computou grupos menores (número menor de observações) identificando associações matemáticas que se restringem a tais grupos. No caso dos centros, foram computados todos os dados relativos a completude amostral (ou seja, todos os países). Nestes dois últimos casos, a análise estatística aplicada propõe-se a evidenciar diferenças relativas entre aqueles países “marcados” como centros financeiros (sejam globais ou internacionais) e todo o resto da amostra (todo seu conjunto complementar). Apenas para referir, os erros-padrões robustos foram *clusterizados* em nível de país para que se consiga lidar com a heterocedasticidade (suavizando a volatilidade dos erros), tornando mais crível a inferência estatística.

O tratamento e consequente exclusão dos valores extremos observados (*outliers*) seguiu a referência abaixo descrita, para as variáveis dependentes analisadas. Para Boone, o intervalo definido para variável se situa entre -2.61 e 1.9. Para Lerner, o intervalo se situa entre -1.74 e 0,77 e para o Z-Score o intervalo está definido entre 0.055 e 50.7. Valores situados fora dos respectivos intervalos foram desconsiderados. O critério adotado se baseia no cálculo de diagrama referido por Bussab e Morettin (2010), para o que se convencionou chamar de *box-plot*, assumindo o limite inferior o valor de $[q_1 - (1,5)d]$ e o limite superior o valor de $[q_3 + (1,5)d]$, na identificação dos valores extremos (*outliers*):



Para construir este diagrama, consideremos um retângulo onde estão representados a mediana e os quartis. A partir do retângulo, para cima, segue uma linha até o ponto mais remoto que não exceda $LS = q_3 + (1,5)d_q$, chamado *limite superior*. De modo similar, da parte inferior do retângulo, para baixo, segue uma linha até o ponto mais remoto que não seja menor do

que $LI = q_1 - (1,5)d_q$, chamado *limite inferior*. Os valores compreendidos entre esses dois limites são chamados *valores adjacentes*. As observações que estiverem acima do limite superior ou abaixo do limite inferior estabelecidos serão chamadas *pontos exteriores* e representadas por asteriscos. Essas são observações destoantes das demais e podem ou não ser o que chamamos de *outliers* ou *valores atípicos*. (BUSSAB; MORETTIN, 2010, p.48).

4 PRINCIPAIS RESULTADOS ESTATÍSTICOS

É oportuno resgatar a discussão a respeito da variação incremental dos modelos testados na pesquisa. A abordagem de Mínimos Quadrados Ordinários serviu como *benchmark* para os modelos subsequentes. Retomando considerações prévias, o modelo adotado na presente pesquisa terminou por incluir efeitos fixos para país e ano, assumindo, de igual forma, variáveis de controle categorizadas por: bancarização, socioeconômicas e relativas à ocorrência de crise bancária. Algo que se definiu pela maior adequabilidade em face ao objeto de pesquisa e que decorreu de exames e das análises realizadas, conforme se discorreu ao longo do capítulo antecedente.

As tabelas que seguem descritas no item 4.1 oferecem demonstração de que as suas variações incrementais adicionam informação à presente análise e consequente validação do modelo (7), para os fins aqui objetivados. Assim, as colunas das tabelas doravante transcritas representam os modelos testados e aprimorados no decorrer da pesquisa. Modelos que genericamente, serão referidos como (1), (2), (3), (4), (5), (6) e (7), sendo o primeiro e último reduzidos a termos matemáticos, nas exatas expressões apresentadas na seção 3.5.2. Nas sucessivas colunas das tabelas serão informados resultados preliminares que permitem visualizar a variação incremental dos modelos adotados, por variável dependente.

Apenas reiterando, as colunas representam adoção de aprimoramentos incrementais que foram incorporados à estipulação dos modelos e refinamento da abordagem matemático-estatística, constituinte da metodologia adotada. Assim, é de relevo referir a inclusão de fatores na regressão, por exemplo, a inclusão de efeito fixo na coluna 3 controla (por características não-observáveis intrínsecas a cada país) a dinâmica dos dados, o que contribui para "limpar" a correlação dos regressores de interesse com as variáveis dependentes. A inclusão da primeira classe de controles se dirige ao tempo, controlando por ano, a segunda coluna incorpora variáveis de controle (descritas na seção 3.4). As demais colunas incorporam ao modelo de efeitos fixos as variáveis de controle de bancarização, sócioeconômicas e binária de crise.

4.1 Resultados gerais consolidados para todos os países, por variável dependente

Reputa-se útil referir que nesta subseção, as colunas das tabelas abaixo transcritas representam os modelos testados e aprimorados no decorrer da pesquisa. Modelos que genericamente, serão referidos como (1), (2), (3), (4), (5), (6) e (7), sendo o primeiro e último reduzidos a termos matemáticos, nas exatas expressões apresentadas na seção 3.5.2. Em breve

sumarização, há o seguinte recorte: apresenta-se, primeiramente, a evolução de modelos testados (com base no método de mínimos quadrados ordinários, que é a gênese do modelo aqui adotado) e nas tabelas da presente seção, são apresentados os resultados desta ‘progressão’ de modelos, adotando-se como insumo os dados gerais, que contemplam todas as unidades de análise.

4.1.1 Solidez (*Z-Score*)

Partindo de sua conceitualização, em rápida revista, o escore Z indica a probabilidade de insolvência do sistema bancário doméstico. O indicador compara a capitalização e lucratividade do sistema bancário com a volatilidade dos retornos.

Tabela 4 - Resultados gerais para *Z-Score*

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Bank Z-score	Bank Z-score	Bank Z-score	Bank Z-score	Bank Z-score	Bank Z-score	Bank Z-score
Estado de Direito	-1.317** (0.573)	-1.434* (0.812)	0.658 (0.847)	1.227 (0.889)	2.429*** (0.879)	2.547*** (0.850)	2.652*** (0.854)
Qualidade Regulatória	1.250** (0.585)	-0.402 (0.892)	0.127 (0.815)	-0.655 (0.853)	-1.567 (1.090)	-1.256 (1.099)	-1.290 (1.094)
Efetividade do Governo	1.174** (0.592)	1.860** (0.932)	-0.063 (0.750)	0.572 (0.730)	-0.412 (0.754)	-0.274 (0.761)	-0.461 (0.769)
Observations	2,475	1,537	2,475	2,155	1,558	1,537	1,537
R-squared	0.022	0.086	0.017	0.027	0.072	0.075	0.079
EF de ano	X	X	X	X	X	X	X
Controles de GDP pop e price index		X		X		X	X
Controles de variáveis financeiras		X			X	X	X
Number of cluster			187	175	161	159	159
EF de nação			X	X	X	X	X
Crise financeira							X

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observe que, com a inclusão dos efeitos fixos de país (a partir da coluna 3), há uma mudança nos coeficientes das variáveis independentes de interesse. Isso sugere que o componente não-observável do país (que não varia no tempo) é um fator que estava correlacionado com tais variáveis independentes, perceptível pela inversão nos sinais dos coeficientes. A inclusão de GDP e inflação não apresenta relevância a ponto de “balançar” a magnitude desses coeficientes. Fenômeno importante ocorre a partir do modelo (5): ao inserir as variáveis de bancarização, há uma drástica mudança na intensidade dos coeficientes de interesse. Isso denota que tais fatores financeiros, não-observáveis nos modelos anteriores, são características que se relacionam com as variáveis independentes de interesse (ou seja, sem a inclusão delas, os coeficientes estavam sendo estimados com viés, algo que poderia ser considerado como uma das decorrências da significância ao nível de p<0,01, que é inaugurada no incremento entre os modelos (4) e (5)).

Embora não se possa afirmar que todo o viés na estimação tenha sido escoimado. Foi mitigado. Dito de outra forma, essa inserção proporciona uma limpeza na estimação dos coeficientes de interesse. Então, a partir da coluna (5), os coeficientes se estabilizam (mesmo incluindo o controle da crise financeira). Da última coluna, podem-se extrair algumas rápidas considerações: a significância estatística situa-se em sua faixa de melhor referência, podendo-se rejeitar a hipótese nula com nível de confiança de 99% para o coeficiente de Estado de Direito. Resultados que sugerem elevada associação entre o nível de estado de direito observado num determinado país e a probabilidade de insolvência no seu respectivo sistema bancário. É contudo, essencial, destacar que o sinal apontado parece reverter considerações prévias que se dirigiam ao fenômeno pesquisado. Os resultados, neste primeiro contato, apontam para forte associação positiva entre padrões gerais de ambiente de negócios e de governança (estado de direito) e a maior probabilidade de insolvência. Fato que tomado de forma isolada, conduziria à percepção de que as premissas básicas e hipóteses de pesquisa tendem à refutação. Constatações desta natureza têm claro potencial de ‘falsear’ o resultado esperado, com base no ponto de vista teórico. Não obstante, o fenômeno ao ser reexaminado com base na estratificação dos grupos de países, por renda e especialização financeira, reintegra as hipóteses e premissas originalmente adotadas, o que somado ao exame documental conduzem à conclusão da pesquisa, conforme se observará nos capítulos seguintes.

Partindo-se destes resultados gerais, para solidez bancária, uma hipótese que surgiu na fase inicial da pesquisa associou-se à natureza e característica da gênese da crise ultimamente observada e que impactou significativamente sobre indicadores de solvência das principais instituições bancárias.

Supondo-se, desta forma, elevada correlação entre indicadores mais altos de prosperidade (internacionalmente aceitos) e a cultura predominantemente anglosaxã, observar-se-ia (nos países mais fortemente afetados pela crise, em 2008) em sua ampla maioria, padrões culturais que se associam fortemente a notas mais altas no quesito ‘estado de direito’. A associação se tornaria, portanto, inescapável. O suporte empírico dos dados, contudo, baseando-se no controle (pela *dummy* de crise) aponta em direção contrária: as relações (considerando que o recorte longitudinal ‘médio’ do painel desbalanceado é aproximadamente dez anos) de associação não são estatisticamente significativas. É curioso notar que o núcleo da crise se situa em países com as características descritas e foram fortemente afetados pelos impactos da crise financeira, cuja ressonância até hoje se faz sentir.

Superando mais estritos parâmetros de significância estatística, o sinal da relação para

as demais variáveis independentes (qualidade regulatória e efetividade governamental) associadas à solidez (*ZScore*), mostram-se em linha com o esperado. Maiores níveis de ‘qualidade regulatória’ e efetividade governamental’ associam-se a menores probabilidades de insolvência bancária.

4.1.2 Eficiência (Índice *Lerner*)

De seu conceito, o índice de *Lerner* é uma medida de poder de mercado no sistema bancário, comparando o preço de serviço e o custo marginal, ou seja, o *markup*. Um incremento no índice de *Lerner* indica a deterioração do nível de competição entre os intermediários financeiros.

Tabela 5 - Resultados gerais - *Lerner*

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Lerner index	Lerner index	Lerner index	Lerner index	Lerner index	Lerner index	Lerner index
Estado de Direito	-0.048*** (0.018)	-0.095*** (0.024)	0.004 (0.039)	-0.001 (0.042)	-0.025 (0.055)	-0.032 (0.055)	-0.020 (0.053)
Qualidade Regulatória	0.003 (0.015)	0.010 (0.019)	0.015 (0.029)	0.028 (0.032)	0.090** (0.042)	0.092** (0.044)	0.085* (0.043)
Efetividade do Governo	0.036** (0.018)	0.081*** (0.023)	0.014 (0.030)	0.017 (0.035)	-0.016 (0.050)	-0.016 (0.052)	-0.030 (0.051)
Observations	1,716	1,076	1,716	1,539	1,089	1,076	1,076
R-squared	0.017	0.055	0.015	0.015	0.026	0.030	0.042
EF de ano	X	X	X	X	X	X	X
Controles de GDP pop e price index		X		X		X	X
Controles de variáveis financeiras		X			X	X	X
Number of cluster			139	135	125	124	124
EF de nacao			X	X	X	X	X
Crise financeira							X

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: Elaborado pelo autor.

Partindo-se da antipenúltima coluna, observa-se que a relação entre qualidade regulatória assume sinal contrário às expectativas, além de se demonstrar estatisticamente significativa a 95% de confiança. Para níveis mais elevados de qualidade regulatória, associam-se níveis mais elevados do indicador, o que denotaria menor eficiência. De forma análoga, à parte das considerações sobre significância, os sinais observados para a associação entre as variáveis ‘estado de direito’ e ‘efetividade governamental’ apontam para o que se esperava: maiores níveis de governança associados a maiores níveis de eficiência.

Os modelos (1) e (2) (que são preliminares, não adotados pelo presente estudo) associavam sinal em linha com as expectativas prévias, com significância ($p < 0,01$), implicando associação negativa entre o nível de ‘estado de direito’ e o índice *Lerner*. Já para as variáveis dependentes: ‘qualidade regulatória’ e ‘efetividade do governo’, são observadas associações que revertem as expectativas prévias, sugerindo que maiores níveis de qualidade

regulatória e efetividade governamental se associem à deterioração das condições de eficiência bancária. As correlações obtidas nas colunas seguintes denotam a importância de se controlar por características não-observáveis dos países analisados, uma vez que suas peculiaridades invariantes no tempo sugerem desempenhar um importante papel na relação com as dimensões de governança.

4.1.3 Eficiência (*Boone Index*)

Em rápida consideração, o índice de Boone é uma medida do grau de competição baseada na eficiência de resultados no segmento bancário. É calculada como elasticidade dos resultados em função dos custos marginais. Um incremento no índice Boone implica a deterioração do nível de competição entre os intermediários financeiros.

Tabela 6 - Resultados gerais - Boone

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Boone	Boone	Boone	Boone	Boone	Boone	Boone
Estado de Direito	0.022** (0.010)	-0.008 (0.012)	-0.017 (0.029)	-0.035 (0.035)	-0.048 (0.037)	-0.048 (0.040)	-0.054 (0.041)
Qualidade Regulatória	0.012 (0.010)	0.030** (0.014)	0.011 (0.029)	0.010 (0.032)	0.012 (0.024)	0.018 (0.024)	0.021 (0.024)
Efetividade do Governo	-0.017 (0.011)	0.034** (0.015)	0.013 (0.036)	0.015 (0.041)	0.006 (0.037)	0.009 (0.036)	0.017 (0.036)
Observations	2,309	1,443	2,309	2,036	1,464	1,443	1,443
R-squared	0.014	0.100	0.016	0.023	0.041	0.048	0.051
EF de ano	X	X	X	X	X	X	X
Controles de GDP pop e price index		X		X		X	X
Controles de variáveis financeiras		X			X	X	X
Number of cluster			177	166	152	150	150
EF de nação			X	X	X	X	X
Crise financeira							X

Robust standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: Elaborado pelo autor.

Em rápida observação, a significância estatística não permite que sejam traçadas linhas sugestivas em relação ao fenômeno pesquisado. Os modelos (1) e (2) (que são preliminares, não adotados pelo presente estudo) associavam sinal na direção contrária a das expectativas prévias, com significância ($p<0,05$), implicando associação positiva entre níveis mais elevados de ‘estado de direito’, ‘qualidade regulatória’ e ‘efetividade do governo’ e a deterioração das condições de eficiência bancária. O procedimento de inclusão progressiva dos efeitos fixos de país e outros controles suaviza os coeficientes da qualidade regulatória e efetividade governamental, além de sugerir que estas variáveis não são relevantes para explicar movimentos no indicador Boone.

4.2 Resultados das heterogeneidades, por nível de renda dos países e centralização financeira

A presente subsecção tem estrutura informacional análoga à da primeira, segregada por categoria de renda e especialização financeira do país. Desta forma, os resultados sugerem padrões distintos de relacionamento entre variáveis regressoras e regredidas, algo que adere à premissa de que variáveis de governança (estado de direito, qualidade regulatória e efetividade governamental) e respectivos padrões de governança por ela representados não se mostram generalizados e num mesmo patamar no plano internacional.

A força da correlação entre as variáveis de governança e as variáveis regredidas se apresenta em diferentes níveis quando se examina por nível de renda do país. Desta forma, consolida-se a ideia de que a governança se diferencia estruturalmente, em face do nível de renda observado nas diferentes unidades de análise (países) constituintes das bases de dados consideradas na pesquisa. Apenas para esclarecimento da notação adotada pelo Banco Mundial, donde se estipulam quatro extratos de renda, em que se classificam cada um dos diferentes países da base. O Banco Mundial em suas bases, das quais duas utilizadas na presente pesquisa, categoriza países por nível de renda.

4.2.1 Resultados específicos por nível de renda e centralização financeira (para cada uma das variáveis dependentes)

Reputa-se útil referir que nesta subsecção, as colunas das tabelas abaixo transcritas representam heterogeneidades associadas aos diferentes níveis de renda e especialização dos países constituintes das bases de dados integrantes da presente pesquisa. Partindo da assunção do modelo (7), cujo termo econométrico está formalizado na seção 3.5.2, as colunas (1), (2), (3), (4), (5) e (6), referem-se a – respectivamente – baixa renda, média-baixa, média-alta, alta renda, centros financeiros globais e centros financeiros internacionais.

4.2.1.1 Resultados específicos para Solidez (Z-Score)

Tabela 7 -Resultados heterogeneidades – Zscore

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Bank Z-score	Bank Z-score	Bank Z-score	Bank Z-score	Bank Z-score	Bank Z-score
Estado de Direito	-0.059 (1.332)	0.694 (1.438)	3.479** (1.561)	4.694*** (1.558)	2.600*** (0.863)	2.627*** (0.881)
Qualidade Regulatória	-1.237 (1.194)	-2.054* (1.098)	-2.848 (2.247)	-0.774 (1.519)	-1.250 (1.104)	-1.180 (1.117)
Efetividade do Governo	2.375* (1.204)	-1.305 (1.342)	0.560 (1.420)	-0.579 (1.249)	-0.512 (0.788)	-0.426 (0.779)
rle_global					4.735 (3.953)	
rqe_global					-1.406 (5.178)	
gee_global					1.094 (2.774)	
rleinternational						0.388 (3.118)
rqeinternational						-2.855 (3.261)
geeinternational						-0.331 (3.223)
Observations	177	433	461	466	1,537	1,537
R-squared	0.332	0.278	0.130	0.222	0.080	0.081
Number of cluster	22	44	45	48	159	159
EF de ano	X	X	X	X	X	X
EF de nação	X	X	X	X	X	X
Controles de GDP pop e price index	X	X	X	X	X	X
Controles de variáveis financeiras	X	X	X	X	X	X
Crise financeira	X	X	X	X	X	X

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte : Elaborado pelo autor.

Em linha com os resultados gerais já comentados para a variável dependente, a significância estatística (p -valor<0,01) sugere o reforço da correlação à medida que se amplia o nível de renda do país. A evolução dos betas (1) a (4) para ‘estado de direito’ permite perceber que o estrato de renda mais elevado demonstra elevada associação entre estado de direito e probabilidade de insolvência bancária. Desnecessário seria referir que o resultado, contanto verificar a hipótese de relacionamento entre governança e solidez, a sugere numa direção que reverte as expectativas originais. O exame de diferenças dos betas quanto aos principais centros financeiros não se apoia em resultados de significância estatística. Todavia, o impacto quantitativo do beta da diferença entre os países em geral e aqueles especializados (centros financeiros globais) sugere, no mínimo, novas hipóteses e linhas de pesquisa futuras, já que a proporção do beta é aproximadamente duas vezes o valor daquele registrado para os países em geral, excluídos os centros financeiros globais. Tal trilha analítica afasta-se da estrita análise de significância, com a escusa de que a ‘insignificância’ *per se* poderia decorrer – dentre outras razões – da insubistente ‘base numérico-estatística’ associada à pequena quantidade de países (oito) em que se situam os centros financeiros globais (o que implica uma possível inflação da variância do estimador).

4.2.1.2 Resultados específicos para Eficiência (Lerner)

Tabela 8 - Resultados heterogeneidades – Lerner

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Lerner index					
Estado de Direito	0.218*	-0.011	-0.060	-0.023	-0.023	-0.029
	(0.123)	(0.127)	(0.099)	(0.089)	(0.055)	(0.056)
Qualidade Regulatória	0.033	0.123	0.059	0.078	0.085*	0.085*
	(0.115)	(0.127)	(0.121)	(0.047)	(0.045)	(0.046)
Efetividade do Governo	0.036	-0.120	-0.130	-0.001	-0.034	-0.035
	(0.120)	(0.142)	(0.153)	(0.050)	(0.054)	(0.056)
rle_global					0.280	
					(0.331)	
rqe_global					0.219	
					(0.244)	
gee_global					0.067	
					(0.120)	
rleinternacional						0.198
						(0.170)
rqeinternacional						-0.050
						(0.110)
geeiinternacional						0.016
						(0.101)
Observations	108	260	335	373	1,076	1,076
R-squared	0.620	0.150	0.085	0.246	0.045	0.044
Number of cluster	17	29	35	43	124	124
EF de ano	X	X	X	X	X	X
EF de nacao	X	X	X	X	X	X
Controles de GDP pop e price index	X	X	X	X	X	X
Controles de variaveis financeiras	X	X	X	X	X	X
Crise financeira	X	X	X	X	X	X

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: Elaboração do autor

Baseando-se em critério de estrita significância estatística, os resultados não sugerem associações de maior envergadura para as regressoras ‘estado de direito’ e efetividade governamental. Há alguma relevância empírica associada à ‘qualidade regulatória’ como preditora de eficiência (para *Lerner*) – com significância estatística de p-valor < 0,1 – em faixas crescentes em relação à categoria de renda do país. Em suma, para países categorizados em alta renda, a correlação é positiva e há sugestão de que variações positivas no nível de qualidade regulatória estariam associadas a variações positivas no indicador Lerner, deteriorando ambiente competitivo no mercado bancário, algo conducente à ineficiência. Neste sentido, o aspecto de maior destaque é a reversão dos sinais esperados nas relações pesquisadas. Embora fosse razoável esperar que o aprimoramento dos padrões regulatórios se associasse a padrões operacionais mais eficientes, supondo racionalidade regulatória, os dados empíricos denotam direção contrária.

Nesta linha, seria válida alguma pesquisa futura orientada ao exame dos impactos (em termos de competição e concentração de mercado) promovidos pelos *standards* vigentes quanto à regulação. Ainda neste sentido, em linha com os resultados gerais já comentados para a variável dependente, a significância estatística (p<0,05) sugere o reforço da correlação à medida que se especializam na centralização financeira. O exame de diferenças dos betas quanto aos principais centros financeiros não se apoia em resultados de significância

estatística, contudo, o impacto quantitativo do beta da diferença entre os países em geral e aqueles especializados (centros financeiros) sugere, no mínimo, novas hipóteses e linhas de pesquisa futuras. Os *insights* se associam à rápida observação quanto à proporção do beta da diferença que são da ordem de três vezes o valor daquele registrado para os países em geral, excluídos os centros financeiros globais.

Da mesma forma que já se observou anteriormente, tal argumento repousa distante da estrita análise de significância, com a escusa de que a ‘insignificância’ *per se* poderia decorrer – dentre outras razões – da pequena ‘base numérico-estatística’ associada à pequena quantidade de países (oito) em que se situam os centros financeiros globais.

4.2.1.3 Eficiência (Boone)

Tabela 9 - Resultados heterogeneidades - Boone

VARIABLES	(1) Boone	(2) Boone	(3) Boone	(4) Boone	(5) Boone	(6) Boone
Estado de Direito	-0.064 (0.072)	-0.028 (0.089)	-0.068* (0.037)	-0.149* (0.084)	-0.054 (0.041)	-0.050 (0.042)
Qualidade Regulatória	0.036 (0.067)	-0.001 (0.045)	0.012 (0.036)	0.043 (0.071)	0.020 (0.025)	0.015 (0.025)
Efetividade do Governo	-0.020 (0.066)	-0.020 (0.121)	0.040 (0.025)	0.015 (0.066)	0.018 (0.037)	0.024 (0.039)
rle_global					-0.058 (0.083)	
rqe_global					-0.022 (0.098)	
gee_global					-0.039 (0.062)	
rleinternational						-0.104 (0.097)
rqeinternational						0.153 (0.134)
geeinternational						-0.080 (0.085)
Observations	168	411	424	440	1,443	1,443
R-squared	0.317	0.110	0.153	0.097	0.052	0.053
Number of cluster	21	42	41	46	150	150
EF de ano	X	X	X	X	X	X
EF de nacao	X	X	X	X	X	X
Controles de GDP pop e price index	X	X	X	X	X	X
Controles de variaveis financeiras	X	X	X	X	X	X
Crise financeira	X	X	X	X	X	X

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como já se definiu anteriormente, os resultados empíricos parecem refutar a hipótese de que a governança teria valor preditivo para eficiência. Para a relação entre eficiência (*Boone*) e governança, contudo, a partir da segmentação por categoria de renda, observa-se significância ($p < 0,1$) para relação entre ‘estado de direito’ e eficiência. Inclusive, o sinal confirma premissa de que níveis mais elevados de governança (em sua dimensão, estado de direito) se associam, nos países mais ricos, a mais eficiência. De igual forma, em paralelo aos resultados gerais já comentados para a variável dependente, os dados sugerem o reforço da

associação à medida que se amplia o nível de renda do país. A evolução dos betas (1) a (4) para ‘estado de direito’ permite perceber que o estrato de renda mais elevado demonstra mais força de associação entre estado de direito e eficiência bancária, o que parece apontar para constatação empírica de que a correlação só é válida para os estratos de renda mais altos. Este resultado, além de verificar a hipótese de relacionamento entre governança e eficiência, sugere direção que se coaduna com expectativas originais, e se dirige à própria conclusão do trabalho. O exame de diferenças dos betas quanto aos principais centros financeiros não se apoia em resultados de significância estatística. Todavia, o impacto quantitativo do beta da diferença entre os países em geral e aqueles especializados (centros financeiros) sugere - quase como um padrão repetido - novas hipóteses e linhas de pesquisa futuras, já que os betas das diferenças são notoriamente maiores que aqueles registrados para os países em geral, excluídos os centros financeiros. Apenas para reiterar, tal consideração se distancia da estrita análise de significância, com a escusa de que a ‘insignificância’ *per se* poderia decorrer – dentre outras razões – da pequena ‘base numérico-estatística’ associada à quantidade de países: oito centros financeiros de escala global e quinze centros financeiros internacionais.

4.3 Centros financeiros

A análise de heterogeneidades conduziu ao necessário exame de um fenômeno particularmente bem estudado pela área de geografia econômica. Assim, a pesquisa parte para delimitação da centralização financeira internacional, aqui examinada. A associação entre governança (macroinstitucional) e as variáveis dependentes, crescente pelos níveis de renda e especialização financeira, levou à necessária conceituação do que se define por centro financeiro. A partir disso, buscar-se-á na análise documental a estruturação das relações entre governança corporativa (microinstitucional) e a avaliação dos respectivos sistemas financeiros, responsáveis pela absoluta concentração negocial dos instrumentos monetários.

De acordo com os dados que ancoram os relatórios anuais do Banco Internacional de Compensações, *BIS* (2014, 2017), relativos às transações diárias realizadas sobre instrumentos negociados em balcão de derivativos e moeda estrangeira, dez praças de negócios internacionais respondem por oitenta e cinco por cento do total compilado, em todo o mundo. A concentração, em finanças, é um fato da realidade que se desenhou ao longo do tempo. Os centros financeiros são sua face institucional mais óbvia. É nítido que a pesquisa sobre os centros financeiros têm se mostrado em sintonia com estudos urbanos, geografia e história econômica.

Numa das primeiras sistematizações associadas ao tema, Kindleberger (1974) trata dos centros enquanto polos representativos das respectivas economias nacionais. A descrição dos centros financeiros no contexto internacional se apoia, portanto, numa pretensa extensão destas economias no cenário externo, algo que guarda evidente e forte associação com a mudança estrutural daquilo que vigorara até então, desde que se firmou o Acordo de Bretton Woods, no pós-guerra. Apesar de seus desvios preditivos, houve inegável acerto quanto à categorização daquilo serviria de plataforma à globalização financeira: os centros financeiros globais ou centros internacionais de finanças, a depender da terminologia adotada. Para fins do presente estudo não há diferença substantiva a ser descrita, entre os dois termos. Tratam de igual objeto.

Sassen (1991) aponta para cidades como Nova Iorque, Londres e Tóquio, formulando uma hipótese de cidade global, cujo foco em serviços à produção se mostra como traço distintivo comparado à simples estratégia de localização de sedes corporativas ou de serviços ao consumo e se mostra como traço explicativo do fenômeno dos centros financeiros. Friedmann (1986), em antecedência à hipótese, formula e preconiza a dinâmica de transferência de atividades industriais entre áreas de alta e baixa renda e a consequente reunião de núcleos de controle estratégico em cidades centrais. Para Friedmann (1986), cidades como Nova Iorque, Londres, Tóquio, Chicago, Paris e Los Angeles desempenhariam, inequivocamente, papéis desta natureza. Em larga medida, ambos demonstram elevada capacidade de previsão.

Trabalhos como o de Reed (1981) e Choi *et al.* (1986) assinalam o papel de inequívoca relevância a respeito da hierarquia dos centros financeiros, com base em atributos idiossincráticos a cada um destes. A geografia econômica, numa contribuição crítica ao debate, aponta para posição estratégica e importância de tais centros na condução das atividades econômicas em nível global.

Em termos de relevância financeira e monetária, é ilustrativo o relatório publicado pelo Instituto *Global McKinsey* (2011). Os principais centros financeiros globais respondem por proporção substancial de transações e de estoque de ativos financeiros que atinge, no início dos anos 2000, marca estimada em 125 trilhões de dólares. Algo que implica múltiplos expressivos entre a relação do estoque de ativos financeiros *versus* produto real da economia, algo que sugere direta conclusão sobre a proporção entre variáveis macroeconômicas *nominais* (dimensão financeira) e *reais* (produção) da economia global: evidente desequilíbrio em termos de potencial rentabilização de capital.

O BIS (2016) publica um levantamento que consolida dados estatísticos do cenário financeiro internacional (por triênio): *triennial central bank survey of foreign exchange and OTC derivatives markets*. Nele, são referidas cifras de alguns mercados financeiros, como o de câmbio e de derivativos de balcão, que perfazem elevadas médias de volume de transações diárias. Transações de câmbio *foreign exchange* (ou *FX markets*) perfizeram médias diárias de US\$5,1 trilhões por dia, no mês de abril de 2016, média próxima à registrada no triênio antecedente, em que US\$5,4 trilhões foram negociados por dia, em abril de 2013. Transações relacionadas a derivativos de balcão de taxas de juros alcançaram media de US\$2,7 trilhões por dia, para abril de 2016, média próxima à observada no triênio anterior para o mercado, de US\$2,3 trilhões em abril de 2013.

Tabela 10 – Montantes transacionados em balcão - FX

OTC foreign exchange turnover

Net-net basis,¹ daily averages in April, in billions of US dollars Table 1

Instrument	2001	2004	2007	2010	2013	2016
Foreign exchange instruments	1.239	1.934	3.324	3.973	5.357	5.067
Spot transactions	386	631	1.005	1.489	2.047	1.652
Outright forwards	130	209	362	475	679	700
Foreign exchange swaps	656	954	1.714	1.759	2.240	2.378
Currency swaps	7	21	31	43	54	82
Options and other products ²	60	119	212	207	337	254
<i>Memo:</i>						
Turnover at April 2016 exchange rates ³	1.381	1.884	3.123	3.667	4.917	5.067
Exchange-traded derivatives ⁴	12	25	77	145	145	115

¹ Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting (ie "net-net" basis). ² The category "other FX products" covers highly leveraged transactions and/or trades whose notional amount is variable and where a decomposition into individual plain vanilla components was impractical or impossible. ³ Non-US dollar legs of foreign currency transactions were converted into original currency amounts at average exchange rates for April of each survey year and then reconverted into US dollar amounts at average April 2016 exchange rates. ⁴ Sources: Euromoney Tradedata; Futures Industry Association; The Options Clearing Corporation; BIS derivatives statistics. Foreign exchange futures and options traded worldwide.

Fonte: FMI (2018).

Conforme publicado em seu anuário *International Finance Statistics*, o FMI (2018) aponta para proporções curiosas dos principais indicadores de liquidez internacional e, destes, as reservas (excluídas posições em ouro) sinalizam para acentuação da lógica e predominância da dimensão financeira sobre as demais, no âmbito da economia real. A estrutura geral de enfrentamento à crise, em alguma medida, evidenciou cenário análogo (em

termos de liquidez internacional, certamente potencializado) ao que precede 2008¹¹. Os números apontam para uma liquidez mundial de 6,423 trilhões de dólares americanos, em 2007, e que continuamente prosseguiu em expansão até o registro de 12,402 trilhões de dólares americanos, para 2017. Em suma, as medidas de enfrentamento terminaram por promover níveis acentuados de liquidez em escala mundial.

Assim, em breve reiteração do significado do número, o montante de reservas oficiais titularizadas pelos países (gerenciadas pelos respectivos governos) atingem marca aproximada que supera o montante de 12 trilhões de dólares americanos. Em antecedência à crise, o valor nocional era de 6,4 trilhões de dólares americanos. Apenas para ilustrar, sem dedicar exatidão na proporção, já que há constante mudança, de acordo com dados publicados pelo Instituto *McKinsey*, são transacionados (fora dos centros financeiros) menos de dez por cento do total de recursos financeiros no mundo. Os centros financeiros são representados por cidades que se especializaram na estruturação de operações financeiras e na prestação de serviços de gestão de ativos e seus correlatos.

Conforme informações e dados observados nos diferentes relatórios de institutos como *Global McKinsey* (2011) ou *ZYen* (2012), que publica o *Global Financial Center Index*, há consenso na denominação dos seguintes países enquanto territórios nos quais se localizam centros financeiros internacionais: Reino Unido, Estados Unidos da América, Hong Kong, Cingapura, Japão, Coréia do Sul, Suíça, Canadá, Alemanha, Austrália, Emirados Árabes Unidos, Luxemburgo, China, Qatar e Israel. Weatherford (2005) descreve a antiga dinâmica dos centros financeiros, que consideramos ilustrativa da correlação entre a sede da decisão e centro de atividade econômica. Nas suas palavras:

Nos últimos anos do século XIX, Nova Iorque começou a substituir Londres como centro financeiro. O centro havia lentamente percorrido a antiga Lídia, indo à Grécia e Roma, passando pela Florença renascentista e então Londres na era industrial. (WEATHERFORD, 2005, p. 174-175).

A predominância dos centros termina por se refletir também no principal segmento dos mercados financeiros internacionais, os mercados de divisas estrangeiras ou *foreign exchange – FX*. A tabela abaixo evidencia, em termos quantitativos, a relevância dos centros financeiros neste segmento (que apresenta maiores volumes de transação, no sistema financeiro internacional. Em breves considerações, doze países perfazem média aproximada de 90% do total transacionado no mundo. É conveniente referir que o termo ‘país’ adotado no

¹¹ A taxa de câmbio entre os direitos especiais de saque (*SDR*) e o dólar Americano, para o encerramento de 2017 assume o valor de 1,424 dólares para cada *SDR*. Em média, ao longo da década a taxa de conversão aponta para proporção de 1,5 dólares para cada *SDR*.

presente trabalho também se refere a entidades não estatais, no sentido do direito internacional, mas que observam segregação na coleção estatística de dados, sendo separada e independentemente mantidos.

Tabela 11 – Montantes transacionados em balcão – Por país e ano

Currency distribution of OTC foreign exchange turnover

Net-net basis,¹ percentage shares of average daily turnover in April² Table 2

Currency	2001		2004		2007		2010		2013		2016	
	Share	Rank										
USD	89,9	1	88,0	1	85,6	1	84,9	1	87,0	1	87,6	1
EUR	37,9	2	37,4	2	37,0	2	39,0	2	33,4	2	31,4	2
JPY	23,5	3	20,8	3	17,2	3	19,0	3	23,0	3	21,6	3
GBP	13,0	4	16,5	4	14,9	4	12,9	4	11,8	4	12,8	4
AUD	4,3	7	6,0	6	6,6	6	7,6	5	8,6	5	6,9	5
CAD	4,5	6	4,2	7	4,3	7	5,3	7	4,6	7	5,1	6
CHF	6,0	5	6,0	5	6,8	5	6,3	6	5,2	6	4,8	7
CNY ³	0,0	35	0,1	29	0,5	20	0,9	17	2,2	9	4,0	8
SGD ³	1,1	12	0,9	14	1,2	13	1,4	12	1,4	15	1,8	12
HKD ³	2,2	9	1,8	9	2,7	8	2,4	8	1,4	13	1,7	13
KRW ³	0,8	15	1,1	11	1,2	14	1,5	11	1,2	17	1,7	15
ILS ⁴	0,1	25	0,1	26	0,2	27	0,2	31	0,2	29	0,3	29
Subtotal	183,4		183,0		178,1		181,3		180,1		179,7	
OTH	16,6		17,0		21,9		18,7		19,9		20,3	
Total	200,0											

¹ Adjusted for local and cross-border inter-dealer double-counting (ie "net-net" basis). ² Because two currencies are involved in each transaction, the sum of the percentage shares of individual currencies totals 200% instead of 100%. ³ Turnover for years prior to 2013 may be underestimated owing to incomplete reporting of offshore trading in previous surveys. Methodological changes in the 2013 survey ensured more complete coverage of activity in emerging market and other currencies. ⁴ Turnover may be underestimated owing to incomplete reporting of offshore trading.

Fonte: FMI (2018).

4.4 Discussão de resultados quantitativos

Os resultados estatísticos assinalam associações relativamente fortes entre a solidez e variáveis de governança em nível macroinstitucional, que para os fins da presente pesquisa, se identificam nas três variáveis que serviram à regressão dos dados: estado de direito, qualidade regulatória e efetividade governamental. Abstraindo sinais, as evidências empíricas apontam para significância estatística das relações entre estado de direito e solidez financeira, principalmente para níveis crescentes de renda, nos grupos analisados. Quanto maior foi o nível de renda, apontados na seção de descritivas, maior a relação entre governança e solidez. O sinal da relação, contudo, aponta desafios interpretativos que não se esgotarão no presente trabalho.

Em primeiro plano, a revisão teórica traz interpretação razoável: governança

macroinstitucional (consistente com estado de direito, qualidade regulatória e efetividade governamental) é preditora importante daquilo que se convencionou denominar por ambiente de negócios atrativo.

Países que detém indicadores elevados para cada um das referidas dimensões de governança terminaram por se tornar pólos atraentes para sediar operações transnacionais. Bancos e grandes conglomerados financeiros respondem convenientemente à regra. Exemplificativamente, o Deutsche Bank poderia atuar no Brasil na qualidade de subsidiária de capital integral, tendo personalidade jurídica própria, em face da sede em Frankfurt/Alemanha. Contudo, as operações de tesouraria (tanto em carteira Banking quanto proprietária) poderiam ser centralizadas em mesas de operações do Deutsche Bank, em Nova Iorque ou Chigaco, nos EUA. Em suma, a escala negocial das principais praças financeiras termina por atrair e concentrar operações que seriam naturalmente cursadas a partir do local em que ocorrem os negócios. A deslocalização se torna absolutamente factível dado o nível de interconectividade e barateamento das tecnologias de informação e telecomunicação.

Diante do exame do fenômeno de centralização financeira, descrita na seção 4.2.1.1, guarda consistência em relação ao fenômeno de estudo. Países mais ricos são atrativos para o setor de serviços financeiros. O conceito teórico de ambiente de negócios favorável restou evidenciado pelos dados. O aspecto que sobressai, todavia, é o de que dado o sinal positivo observado a atenção deveria se dirigir à potencialização das crises dado que a sua dinâmica natural tende a acumular os riscos de desestabilização sistêmica, dada a própria escala das atividades financeiras concentradas em poucas praças internacionais. A lógica de segregação e separação operacional com vistas à mitigação de riscos não se impõe diante dos ganhos de escala advindos da concentração financeira. As crises, neste sentido, poderiam se tornar mais acentuadas. Algo também perceptível diante das últimas ocorrências críticas nos Estados Unidos, Europa e Ásia. A conjugação com instrumentos que potencializem controles e mitiguem riscos é elemento crucial ao ajuste do sinal observado nas regressões. A seção subsequente, neste sentido, aponta para ferramentas microinstitucionais que se dirijam à correção daquilo que se evidencia aqui: ambientes de negócios *per se* não conduzem à solidez do sistema internacional, na seara financeira.

Já em termos de eficiência, para o índice *Lerner*, evidencia-se associação estatisticamente significativa face à qualidade regulatória. Qualidade regulatória se mostra como preditora de eficiência, com sinal positivo contudo. Para a associação, a significância estatística menor ($p < 0,05$) que a observada entre estado de direito e solidez ($p < 0,01$) também exige esforço de interpretação. Do suporte nas evidências empíricas, é possível assinalar que

quanto maior a qualidade regulatória, menor eficiência observada no setor financeiro. É razoável referir o que se convencionou chamar de “custo de observância” das instituições financeiras tende a ser majorado pela maior imposição regulatória e exigências observadas em cada uma das diferentes jurisdições. Aspecto central reside na análise de heterogeneidades: a associação entre eficiência e qualidade regulatória se exprime com maior ênfase nos grupos de maior renda ($p < 0,10$), observando-se movimento harmônico com aquele referido anteriormente. O ambiente de negócios impõe maior custo, assimilado pelos agentes financeiros, o que lhes mitiga eficiência, sem alterar o equilíbrio alocativo e a opção pela centralização financeira em âmbito internacional.

5 ANÁLISE DOCUMENTAL

No plano internacional, há duas instituições que têm conduzido esforços contínuos na persecução de padrões regulatórios e de supervisão bancária, respectivamente: o Comitê de Supervisão Bancária de Basileia (*BCBS*), que integra a estrutura do Banco Internacional de Compensações (*BIS*) e o Fundo Monetário Internacional (*IMF*). O Comitê de Basileia consolida os entendimentos majoritários e encaminha tais consensos numa estrutura de padrões internacionalmente aceitos. Já o Fundo, realiza um trabalho de observância efetiva em relação às diretrizes traçadas no Comitê de Supervisão, nos diferentes países. Os países ao se tornarem membros do G-20 e do próprio BCBS assumem o compromisso de implementar os padrões internacionais, não só do Comitê como das demais instituições que estabelecem padrões internacionais como IAIS, IOSCO, IADI, FSB.

Assim, no cenário internacional, há instituições que respondem por mandatos específicos relativos à temática de regulação e supervisão financeiras. Ao longo das últimas décadas, são observados esforços contínuos na persecução de padrões harmônicos, por meio principalmente das seguintes instituições: o Banco de Compensações Internacionais (*BIS*), Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial. O *BIS*, com já referido, sedia o principal fórum internacional de discussões relativas à matéria, o Comitê de Supervisão Bancária de Basileia, que consolida os entendimentos majoritários e encaminha tais consensos numa estrutura de sugestões de implementação aos países membros. Ou seja, tais entendimentos não gozam, *a priori*, de caráter mandatório, já a soberania das respectivas jurisdições nacionais resta preservada, como regra do direito internacional público.

Contudo, adesão aos Acordos, por parte dos países, é o que (com base na estrita capacidade de direito manifestada por parte das pessoas jurídicas de direito internacional público) torna efetiva a implementação das regras nos países membros, que são representados por suas autoridades regulatórias (agências reguladoras ou bancos centrais, variando de acordo com o modelo adotado). O FMI e o Banco Mundial são instituições que realizam trabalhos de observância efetiva em relação às diretrizes traçadas no Comitê de Supervisão, nos diferentes países, com foco na estabilidade financeira e desenvolvimento.

Em relação ao panorama geral do *Financial Sector Assessment Program - FSAP*, nos últimos anos foram publicados dezenas de relatórios de Avaliação de Estabilidade do Sistema Financeiro relativos à grande parcela dos países que participam ativamente do comércio internacional. É de se destacar que há indiscutível variabilidade estrutural dos relatórios e é perceptível o natural refinamento temporal dos modelos de análise adotados pelo Fundo

Monetário Internacional. Viñals e Fiechter (2010, p.9) apontam:

We have learned from our financial sector work that implementation of regulation (including regulatory guidance on risk management) matters as much as regulation itself, and that this implementation is more difficult to carry out, as well as to assess. In response, recent revisions in the methodologies used to assess the effectiveness of supervisory framework place more emphasis on implementation, and would deliver more robust assessments regarding implementation than earlier¹².

5.1 Desenvolvimento: interação entre normas e economia

Viñals e Fiechter (2010), publicaram artigo que explicitou os principais pontos observados no panorama geral de avaliação do programa de avaliação do setor financeiro do FMI. Na definição dos autores, uma das áreas consideradas críticas no cenário geral do sistema financeiro global é a frágil aderência entre o arcabouço legal e a efetiva supervisão dos sistemas financeiros.

Ou seja, a ideia publicada tem elevada ressonância sobre as instituições, já que põe em evidência a influência mútua entre os campos normativo e econômico. Se há nitidez quanto ao fato de que efetividade normativa é campo do direito, nítida também é a ideia de que a regulação dos sistemas financeiros é campo prioritário das preocupações econômicas. Instituições, em geral, se ocupam do fortalecimento das molduras nas quais cursam a ação dos agentes. Nesta linha, portanto, têm empreendido esforços substanciais no aprimoramento das interações que desaguam no que se definiria por associação entre desenvolvimento econômico e promoção de ambientes institucionais saudáveis, com respeito a contratos e normas.

A temática de desenvolvimento econômico e o relacionamento existente entre a melhoria e aperfeiçoamento dos mecanismos institucionais relacionados ao direito e as condições estruturais de eficiência econômica evidencia a relevância do debate. Considerando a forte dependência demonstrada pelos modernos sistemas econômicos em relação às estruturas e arcabouços legais que baseiam a consecução de negócios, transações e fluxos econômicos, é evidente a importância da análise criteriosa das instituições na promoção da eficiência econômica. Da consideração do próprio Banco Mundial (2003, p.12):

¹² Em livre tradução: “Aprendemos a partir do nosso trabalho no setor financeiro que a implementação da regulação (incluindo as diretrizes regulatórias em gerenciamento de risco) importa tanto quanto a regulação em si, e que esta implementação é mais difícil para se conduzir, assim como para se avaliar. Em resposta a isso, recentes revisões nas metodologias utilizadas para avaliar efetividade da moldura de supervisão põem mais ênfase na implementação, podendo alcançar avaliações mais robustas, em relação à implementação, do que as realizadas anteriormente.”

Law plays a critical and all-pervasive role in development... Laws and regulations are indispensable instruments through which societies express their order and, indeed, their aspirations [...] As Amartya Sen, the Nobel Prize-winning economist, has repeatedly pointed out, social and economic development, and, may I say, legal and judicial development, cannot be looked at separately. The issue is development. Segmentation is not appropriate because there is a close interconnection between the political, economic, social and legal spheres.¹³

O FMI demonstrava já em 2000 razoável empenho na divulgação de importantes experiências acerca da temática de regulação. Abrams e Taylor (2000) tecem importantes conclusões acerca do fortalecimento e unificação de instituições regulatórias e supervisoras de atividades do setor financeiro, através de considerações importantes sobre a formatação de normas e regras legais.

5.2 Comitê de Supervisão Bancária de Basileia (BCBS)

O Comitê é a instância que define originalmente os padrões internacionais de regulação prudencial dos bancos e se materializa como fórum de cooperação para os supervisores bancários, no plano internacional. É composto por quarenta e cinco membros, incluindo bancos centrais e supervisores de vinte e oito países, consistindo de representantes dessas autoridades (sejam bancos centrais ou agências com atribuições de supervisão), responsáveis pela estabilidade financeira nesses países, integrantes do Comitê. O BCBS provê aos presidentes dos bancos centrais e aos chefes de supervisão (membros do Grupo de Governadores e Chefes de Supervisão – GHOS) informação relacionada ao monitoramento das condições gerais observadas nas diferentes jurisdições (integrantes do BIS). Dessa forma, consolida-se como corpo técnico de monitoramento, demandando das referidas instâncias colegiadas aquiescência quanto às deliberações necessárias e definição de prioridades no planejamento de suas atividades de trabalho. O GHOS é integrado por presidentes de bancos centrais e de chefes de supervisão (quando instituições diferentes dos respectivos bancos centrais) nos países que são jurisdições integrantes do BCBS. De forma análoga, o GHOS orienta e dirige o trabalho do Comitê de acordo com seu mandato, monitorando seu planejamento e provendo orientação operacional.

¹³ Em livre tradução: O direito desempenha papel crítico e onipresente no desenvolvimento... Leis e regulações são indispensáveis instrumentos por meio dos quais as sociedades expressam sua ordem e, na verdade, suas aspirações [...]. Como Amartya Sen, o economista laureado com o Prêmio Nobel, repetidamente tem apontado, desenvolvimento social e econômico, e diga-se, desenvolvimento legal e judicial não podem ser vistos separadamente. O assunto é desenvolvimento. Segmentação não é apropriada porque há estreita interconexão entre as esferas política, econômica, social e legal.”

5.2.1 Consistência regulatória

De acordo com conceitos definidos pelo próprio programa de avaliação de consistência regulatória, contidos no *Handbook for Jurisdictional Assessments*, publicado por BIS (2018), o núcleo do trabalho do Comitê de Basileia (*BCBS*) é a garantia de regimes regulatórios fortes e sistemas efetivos de supervisão bancária nos países membros.

Apenas para reiterar aspecto clássico da literatura de *banking*, o modelo de negócio bancário está fundado num permanente descasamento entre maturação de ativos e passivos das instituições bancárias. Algo que torna qualquer instituição bancária susceptível a corridas bancárias. Dessa forma, a confiança do público nos bancos e nos seus níveis de capitalização individual e de setor não podem ser observadas sem que os padrões definidos pelos Acordos de Capital de Basileia estejam consistentemente adotados e implementados. Com o objetivo precípuo da efetiva implementação, portanto, o programa de avaliação de consistência regulatória (*RCAP*) foi estabelecido em 2012. Todos os países membros do Comitê (*BCBS*) contribuem para o *RCAP*, participando do monitoramento e das avaliações (realizadas em sistemática por pares). Em adição, o programa provê ao *Financial Stability Board* (*FSB*), informações concernentes ao estágio de implementação das reformas convencionadas no âmbito do G20.

Nesse sentido, é conveniente referir que o programa se mostra complementar ao programa de avaliação do setor financeiro (*FSAP*), empreendido pelo Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial, que - entre outros atributos - se dirige ao grau de aderência em face dos princípios essenciais à efetiva supervisão bancária, definidos pelo *BCBS*.

Enquanto o *RCAP* enfoca na implementação regulatória daquilo que está consensualizado no âmbito do *BCBS*, em termos de consistência e completude, o *FSAP* provê avaliações que levam em consideração ampla gama de procedimentos de supervisão, quando se dedica ao exame dos princípios essenciais acima citados, conduzido sob o paradigma de riscos que contempla detalhadas considerações mais técnicas e substanciais, que se relacionam à estabilidade financeira.

A estrutura dos trabalhos (e, por decorrência, dos relatórios) elaborados no programa *RCAP* se baseia em duas partes que se complementam. A primeira, consiste num relatório de autoavaliação e monitora a tempestividade da implementação dos padrões de Basileia nos respectivos arcabouços regulatórios. A segunda avalia a consistência e completude dos padrões adotados nos diferentes países, com base em avaliações em pares e avaliações de resultados regulatórios (efetiva implementação em diferentes bancos) no país avaliado. Para considerações pertinentes ao detalhamento da sistemática do programa de avaliação de

consistência regulatória, é conveniente citar os relatórios de monitoramento, publicados com periodicidade semestral, sendo o último: BIS (2018). Já com relação aos relatórios de avaliação temática, com periodicidade não definida, o último foi publicado em 2016.

5.2.2 Quadro geral dos relatórios RCAP

De acordo com últimos dados disponíveis no site https://www.bis.org/bcbs%20/implementation/rcap_jurisdictional.htm, vinte e oito jurisdições totalizam volume superior a noventa por cento dos ativos bancários do planeta. Em reiteração ao que já foi dito no presente estudo, a concentração é um fato observável em finanças. A consistência regulatória já foi observada ao longo do trabalho, sendo conveniente retomá-la ainda no que concerne à avaliação dos diferentes países, baseada em cada respectivo relatório.

Quando instituições multilaterais como o Banco Internacional de Compensações se orientam à avaliação do quadro regulatório de cada país, isto se dá em estrita observância dos princípios emitidos por deliberação do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia. Assim, a consistência (de fato) se dirige à efetiva aderência em relação aos princípios gerais empregados como balizas de referência para tal avaliação. O quadro seguinte apresenta (num quadro geral de avaliações empreendidas pela instituição) a situação do panorama de aderência regulatória, conforme BIS (2018):

Quadro 9 – Visão consolidada das avaliações RCAP – Quadro geral, todos os países avaliados, por critério

Overview of jurisdictional assessments						
Status	Jurisdiction	Publication date of assessment	Overall assessment grade			
Risk-based capital standards	Japan	Oct 2012/Dec 2016	Compliant			
	Singapore	Mar 2013	Compliant			
	Switzerland	Jun 2013	Compliant			
	China	Sep 2013	Compliant			
	Brazil	Dec 2013	Compliant			
	Australia	Mar 2014	Compliant			
	Canada	Jun 2014	Compliant			
	European Union*	Dec 2014	Materially non-compliant			
	United States	Dec 2014	Largely compliant			
	Hong Kong	Mar 2015	Compliant			
	Mexico	Mar 2015	Compliant			
	India	Jun 2015	Compliant			
	South Africa	Jun 2015	Compliant			
	Saudi Arabia	Sep 2015	Compliant			
	Russia	Mar 2016	Compliant			
	Turkey	Mar 2016	Compliant			
	Argentina	Sep 2016	Compliant			
Korea	Sep 2016	Largely compliant				
Indonesia	Dec 2016	Largely compliant				
Liquidity (LCR)	Hong Kong	Mar 2015	Compliant			
	Mexico	Mar 2015	Compliant			
	India	Jun 2015	Largely compliant			
	South Africa	Jun 2015	Compliant			
	Saudi Arabia	Sep 2015	Largely compliant			
	Russia	Mar 2016	Compliant			
	Turkey	Mar 2016	Compliant			
	Argentina	Sep 2016	Compliant			
	Korea	Sep 2016	Compliant			
	Indonesia	Dec 2016	Compliant			
	Japan	Dec 2016	Compliant			
	Singapore	Dec 2016	Compliant			
	United States	Jul 2017	Compliant			
	European Union*	Jul 2017	Largely compliant			
	China	Jul 2017	Compliant			
	Australia	Oct 2017	Compliant			
	Brazil	Oct 2017	Compliant			
Canada	Oct 2017	Compliant				
Switzerland	Oct 2017	Compliant				
G-SIB / D-SIB requirements	China	Jun 2016	Compliant			
	European Union*	Jun 2016	Compliant			
	Japan	Jun 2016	Compliant			
	Switzerland	Jun 2016	Compliant			
	United States	Jun 2016	Compliant			

Compliant Largely compliant Materially non-compliant Non-compliant

* Nine EU Member States participate in the Basel Committee: Belgium, France, Germany, Italy, Luxembourg, the Netherlands, Spain, Sweden and the United Kingdom.

Fonte: BIS (2018).

Quanto à classificação, no processo de avaliação e respectivos relatórios RCAP de nível 2, há escala de quatro classificações: *compliant*, *largely compliant*, *materially non-compliant* and *non-compliant*. Fato que sinaliza quanto à consistência em face de métricas de classificação do Comitê (BCBS). A análise das informações acima, aponta para regularidade geral de aspectos considerados necessários à manutenção da solidez financeira, no tocante aos bancos sistemicamente importantes nas principais jurisdições financeiras do mundo. China, União Europeia, Japão, Suíça e Estados Unidos demonstram aderência às normas que se dirigem a tal aspecto regulatório. Quanto à liquidez, no quadro de relevância sistêmica, a União Europeia não se apresenta integralmente aderente aos preceitos atinentes à regulação orientada à manutenção de níveis de liquidez, ressaltando-se a crise de dívida soberana que

tanto tensionou o velho continente nos últimos anos. As normas aplicáveis aos padrões de capitalização das instituições mostram-se inadequadas na União Europeia. Estados Unidos e Coreia do Sul apresentam, de igual maneira, avaliações que denotam aderência parcial no critério (padrões de capitalização baseada em risco), o que poderia levantar atenção à necessária aderência de tais países, dada inequívoca relevância dentro do sistema financeiro internacional. Além dos países já analisados, sobressaem países que não se apresentam em plena aderência: Índia, Indonésia e Arábia Saudita. Algo que pode ser referido positivamente, dado que de 43 avaliações, apenas a da União Europeia se refere como materialmente não aderente e 6 aderentes *grosso modo*. 36 gozando da melhor referência avaliativa possível na escada adotada pela instituição, em seu exame. Em suma, a qualidade regulatória parece não ser o centro explicativo das crises financeiras observadas. A regulação logra efetiva vigência, com relativa simplicidade. Sua efetiva concretização, contudo, resta dependente da efetividade supervisora e dos mecanismos endógenos às instituições no sentido de se implementar efetiva e concretamente aquilo objetivado pela norma escrita.

5.2.3 Linhas gerais do Acordo de Capital – Basileia III

As reformas consolidadas sob Basileia III se dirigiram largamente ao que foi faticamente observado durante a crise financeira. Numa linha revisionista em face de falhas constatadas nas referências regulatórias, anteriores a 2008, tenta-se prover nova fundamentação para sistema bancário sólido que se oriente e proveja (como núcleo de seu modelo de negócios) suporte à economia real. A última etapa de reformas foi publicada em dezembro de 2017, cujo objetivo se concentra na promoção de bancos mais resilientes e no restabelecimento da confiança no sistema bancário.

De acordo com o relatório anual da instituição, BIS (2018), as reformas se orientaram a questões práticas que se mostraram centrais no quadro geral da crise. A redução de variabilidade excessiva do valor de ativos ponderados pelo risco, por exemplo, é uma das entregas da reforma empreendida sob égide de Basileia III. Consistindo de estimativa de risco que termina por determinar o nível mínimo de capital regulatório mantido por uma instituição bancária, para fazer face a perdas inesperadas, torna-se mais robusto ao se apresentar menos variável.

Apenas para referir, o Acordo de Capital de Basileia (Basileia I) teve sua primeira versão elaborada em 1988. As revisões foram denominadas como aprimoramentos daquele primeiro consenso internacional. Na sequência, na década que se seguiu a 1990, foram elaborados variados acordos relativos a temas específicos que foram consolidados sob a

referência a Basileia II. Basileia III, por seu turno, reforça aspectos que tem sido discutidos nos dez anos entre a crise financeira, entre 2008 e a presente data. Neste sentido, é síntese de convenção internacional que soma às molduras regulatórias prévias, comumente definidas como Basileia 2 e 2.5, esta última fruto de reforços regulatórios empreendidos em julho de 2009, como resposta à crise do *subprime* e da dívida soberana na zona do Euro.

5.2.4 Países membros do Comitê de Basileia que sediam centros financeiros

Dos centros financeiros e seus respectivos países, elencados no capítulo anterior e examinados para fins desta pesquisa, apenas três não foram objeto de relatório de avaliação de consistência regulatória: Qatar, Emirados Árabes Unidos e Israel, já que não são membros (jurisdições integrantes) do *BIS*.

5.2.4.1 Estrutura geral dos relatórios RCAP

Os relatórios apresentam as conclusões do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia (*BCBS*) e se estruturam (do ponto de vista de conteúdo) em três níveis, de um a três. O nível 1 se refere à adoção tempestiva das molduras regulatórias definidas em Basileia III. Já o nível 2, se dirige à consistência regulatória em face daquilo prescrito em Basileia III e o nível 3 objetiva garantia da consistente avaliação de ativos ponderados pelo risco.

Quanto aos objetivos, podem ser descritos assim: o nível 1 tem por objetivo avaliativo assegurar que os princípios de Basileia III foram convertidos em lei ou norma infralegal (regulatória), de acordo com os prazos convencionados internacionalmente. O enfoque se dirige ao processo de produção normativa de cada país, não contemplando a revisão das normas internas das respectivas jurisdições e países. Avaliação de nível 1 é premissa para as demais avaliações.

O nível 2 tem por objetivo a avaliação de aderência das normas internas à Basileia III, cotejando-as com os requerimentos mínimos internacionais, definidos pelo Comitê (*BCBS*). O processo de avaliação se dirige à identificação da regulação doméstica com enfoque nos dispositivos que não se mostram consistentes com as regras convencionadas no âmbito do Comitê e ao conseqüente impacto sobre a estabilidade financeira.

Já o nível 3 objetiva assegurar que os resultados das novas regras são consistentes, na prática observada entre diferentes bancos e países. Neste nível, são expandidas as análises dos níveis precedentes, enfocando-se nas regras legais e infralegais e na implementação da supervisão direta sobre as instituições. Tal procedimento (à época da pesquisa) se dirigia à

revisão e validação dos procedimentos internos adotados pelos bancos no intuito de calcular os ativos ponderados pelo risco (*RWA*).

Quanto à metodologia dos relatórios (nível 2) a seguir examinados, é conveniente referir que incluem elementos comuns, aqui sumarizados: baseiam-se em elementos fáticos e enfocam na revisão de completude (dos dispositivos normativos adotados) e de consistência (diferenças materiais) da regulação de cada país, prestigiando-lhes o atributo coercitivo, independentemente de sua denominação. Diante de fragilidade ou diferenças identificadas, o critério de avaliação de aderência se baseia na sua materialidade e impacto, utilizando-se para isso de todos os dados disponíveis ao BIS nos procedimentos de análise. A avaliação contida no *RCAP*, neste sentido, tenta medir a significância de qualquer desvio identificado para fins de requerimento de capital para bancos internacionalmente ativos, considerando o impacto presente, consequências e potencial impacto futuro, com base em dados e fontes de informação de comitês do BIS, tais como o grupo de monitoramento de capital (CMG) e o estudo de impacto quantitativo (*QIS*) do Comitê de Basileia. Em paralelo, as avaliações não consideram exigências regulatórias internas adicionais às de Basileia como aspecto compensador em face de fragilidades apontadas. O nível 2 não considera práticas de supervisão ou das instituições, dentro da jurisdição avaliada, limitando-se às questões estritamente regulatórias. A avaliação de extensão e profundidade com a que Basileia III é efetivamente posta em curso, enquanto norma jurídica e decorrente sanção, é examinada pelo processo de avaliação de nível 3. Para as avaliações de nível 2, observa-se que seis meses é o período médio para realização dos trabalhos que são reportados pelos relatórios *RCAP*.

Quanto à classificação, no processo de avaliação e respectivos relatórios *RCAP* de nível 2, há escala de quatro classificações: *compliant*, *largely compliant*, *materially non-compliant* and *non-compliant*. Fato que sinaliza quanto à consistência em face de métricas de classificação do Comitê (*BCBS*), de acordo com o BIS (2012, p.13):

- *Compliant*: all minimum provisions of the international framework have been satisfied and if no material differences have been identified;
- *Largely compliant*: only minor provisions of the international framework have not been satisfied and only differences that have a limited impact on financial stability or the international level playing field have been identified;
- *Materially non-compliant*: key provisions of Basel III have not been satisfied or differences that could materially impact financial stability or the international level playing field have been identified; and
- *Non-compliant*: Basel III has not been adopted or differences that could severely impact financial stability or the international level playing field have been identified.

Em suma, a presente pesquisa examina os relatórios que se dirigem à avaliação e consistência regulatória, definidos portanto enquanto relatórios de nível 2, acima descritos em sua estrutura comum. No apêndice, seguem referidas principais informações relativas a cada país e respectivo relatório *RCAP*.

5.2.4.2 Considerações gerais quanto à consistência regulatória

No tocante aos resultados observados, considerações podem ser associadas ao quesito de avaliação da natureza obrigatória dos diferentes regramentos, avaliados nos relatórios do *RCAP*. Para cada país examinado, diferentes percepções podem ser sumarizadas, conforme inclusive descrito sinteticamente nos quadros que integram o apêndice. Emergem, contudo, num plano geral, a consideração de que a efetiva implementação da regulação (cujos princípios têm sua gênese nos Acordos de Capital de Basileia) é alcançada pelos países avaliados, dentro da janela de avaliação do programa que se inicia em 2012. Evidenciando traços já citados e que se dirigem ao núcleo de efetividade a respeito do tema: a efetividade da regulação depende fortemente da capacidade supervisora.

Tabela 12 - Classificação geral no *RCAP*

Classificação geral no <i>RCAP</i>	
Japão	C
Cingapura	C
Suíça	C
China	C
Austrália	C
Canadá	C
Alemanha	MNC
Luxemburgo	MNC
Reino Unido	MNC
Estados Unidos	LC
Hong Kong	C
Coreia do Sul	LC

Fonte: Elaboração própria.

Em breve reconsideração do que já foi comentado, dentre os avaliados, apenas países situados na zona do euro tem avaliações que distoam do esperado em termos de consistência regulatória. Estados Unidos e Coreia do Sul demonstram aderência razoável, em termos gerais, conforme métrica já citada nas seções anteriores.

Desses resultados, evidencia-se que o desafio concreto para aprimoramento do sistema financeiro internacional parece se associar à efetividade de supervisão *per se*. Normas

alcançam validade e vigência com relativa simplicidade. Eficácia, contudo, depende de apropriação da norma pela concretude dos fatos.

A literatura já anteviu tal dinâmica, referindo-se que considerações gerais como as apontadas por Viñals e Fiechter (2010) e parecem se coadunar razoavelmente com estes resultados, e também com os comentados previamente. A diferenciação entre resultados parece se dirigir à efetiva capacidade de supervisão. A regulação, enquanto norma, carece de esforço para que se faça efetiva. Normas dependem de força cogente e adequados incentivos para que sejam respeitadas (e efetivamente observadas) pelos agentes econômicos. A seção seguinte se dedica à avaliação geral dos princípios relacionados ao que se define por supervisão bancária efetiva, e ao que concerne à governança corporativa, que se relaciona do princípio 14, dentre os publicados pelo Comitê de Supervisão Bancária.

5.3 Estrutura de supervisão bancária com base nos relatórios *FSAP*

Dos centros financeiros examinados na presente pesquisa, a sua quase totalidade já foi objeto de avaliações do programa *FSAP*: Reino Unido, Estados Unidos da América, Hong Kong, Cingapura, Japão, Coreia do Sul, Suíça, Canadá, Alemanha, Austrália, Emirados Árabes Unidos, Luxemburgo, China e Israel. Único a não figurar no rol de países avaliados pelo programa, o Qatar não dispõe de relatórios que permitam o exame de sua estrutura de supervisão e de regulação no seu sistema financeiro.

No que concerne ao recorte de pesquisa documental, o trabalho se dirige à consolidação dos resultados de estrutura efetiva de supervisão baseados nos princípios essenciais, relativos à última avaliação disponível *FSAP*, para cada um dos países, sumarizados no quadro-resumo. Na sequência, considerações específicas para governança corporativa, por país, em face do que se destaca no último relatório examinado, inclusive pelo fato de haver vários publicados (em diferentes datas) para vários países. Como via de regra, o último relatório termina por consolidar aspectos tratados previamente para cada país. Tais princípios, originalmente 25, foram expandidos para 29, adiante descritos na tabela 5.3.1.

O trabalho de consolidação das condições gerais de supervisão para cada país está baseado na revisão (realizada em 2012) dos princípios essenciais para efetiva supervisão bancária. Tal revisão, conforme assinala o FMI (2017) no relatório *IMF Country Report No. 17/282*, assimila aprimoramentos regulatórios, das práticas de mercado e de procedimentos de avaliação do *FSAP*. A revisão dos princípios leva em consideração e se baseia em:

- (i) greater supervisory intensity and allocation of adequate resources to deal effectively with systemically important banks;

- (ii) application of a system-wide, macro perspective to the microprudential supervision of banks to assist in identifying, analyzing and taking pre-emptive action to address systemic risk;
- (iii) the increasing focus on effective crisis preparation and management, recovery and resolution measures for reducing both the probability and impact of a bank failure;
- (iv) fostering robust market discipline¹⁴.

Todas essas medidas devem, contudo, ser emolduradas por práticas sólidas de supervisão nas áreas de governança corporativa, divulgação de informações e transparência. Os ditos princípios, portanto, reforçam demandas orientadas aos supervisores financeiros, abordagens procedimentais e aquilo que é exigido dos bancos, no constante diálogo entre supervisão e instituições financeiras. Neste sentido, quando se estipula a demanda, entende-se que a supervisão, conforme o já citado relatório do FMI (2017, p.14):

The supervisors are now required to assess the risk profile of the banks not only in terms of the risks they run and the efficacy of their risk management, but also the risks they pose to the banking and the financial systems. In addition, supervisors need to consider how the macroeconomic environment, business trends, and the build-up and concentration of risk inside and outside the banking sector may affect the risk to which individual banks are exposed. While the BCP set out the powers that supervisors should have to address safety and soundness concerns, there is a heightened focus on the actual use of the powers, in a forward-looking approach through early intervention.
¹⁵ FMI (2017, p.14).

5.3.1 Contexto geral da supervisão bancária: alguns pontos de atenção

Apenas para reiterar conceito teórico já examinado, é conveniente citar Stiglitz (2004) que explica com nitidez a lógica intrínseca aos modernos arcabouços regulatórios em finanças, ou de outra forma, o início da regulação baseada em capital, proposta pelo Comitê de Supervisão Bancária de Basileia. Segundo palavras já citadas do autor, declarações de

¹⁴ Em livre tradução: (i) maior intensidade de supervisão e adequada alocação de recursos pra lidar efetivamente com bancos sistemicamente importantes; (ii) aplicação de uma perspectiva *macro*, sistêmica, pela supervisão microprudencial de bancos que auxilie na identificação, análise e tomada de ações preventivas que se orientem ao risco sistêmico; (iii) crescente foco na efetiva preparação para crises e nas medidas de gestão, recuperação e liquidação que reduzam tanto o risco quanto o impacto de quebras bancárias; (iv) promoção de robusta disciplina de mercado.

¹⁵ Em livre tradução: Exige-se dos supervisores atualmente, que se avalie o perfil de riscos dos bancos, não apenas em termos dos riscos incorridos, e da eficácia de seu gerenciamento, mas também em relação aos riscos que eles criam para atividade bancária e para o sistema financeiro. Adicionalmente, supervisores necessitam levar em consideração como o ambiente macroeconômico, tendências de negócios, riscos que se sobrepõem e se concentram dentro e fora do setor podem afetar o risco ao qual tais instituições se expõem individualmente. Enquanto os princípios definem os necessários poderes dos supervisores, em relação a preocupações de segurança e solidez, há reforço quanto ao exercício fático deste poder que considera a necessidade de abordagem prospectiva, por meio de intervenções imediatas.

capacidade financeira são mais críveis quando aqueles que declaram, se dispõem a arriscar parte de seu capital. Pôr dinheiro próprio sob risco, adicionalmente, melhora o incentivo para se dedicar ao que se define por *due diligence*. Alternativamente, avaliações de risco de instituições com baixo capital gozam de menor credibilidade. A ideia aí contida, todavia, mostrou-se insuficiente para promover autorregulação de instituições, conforme se observa na história recente dos programas de resgate de instituições financeiras. Reiterando Rajan (2005), a relação entre a gestão de grandes instituições financeiras guiadas por modelos baseados na “separação entre controladores e gestores” fragilizou a lógica anteriormente traçada.

Em decorrência de tais eventos, os temas de supervisão bancária e regulação retornam ao núcleo das preocupações da política. Apenas para reforço conceitual, tal movimento decorre do fracasso do clássico sistema de incentivos (baseado na simples determinação de requerimentos mínimos de capital, variáveis conforme natureza institucional) que se mostra não efetivo na imediata e automática auto-regulação. Suavizam-se, em consequência da crise, resistências quanto à promoção de estruturas regulatórias e de supervisão.

Observa-se que na primeira década do programa de avaliação do setor financeiro, foram publicados cento e cinquenta relatórios de Avaliação de Estabilidade do Sistema Financeiro relativos ao número aproximado de oitenta países. Os principais problemas observados nesta base relacionam-se à variabilidade estrutural dos relatórios e pelo natural refinamento dos modelos de análise adotados pelo Fundo Monetário Internacional. Em 2006 houve revisão formal dos Princípios Básicos de Basileia e das metodologias de avaliação aplicadas pelo FMI, no que diz respeito à avaliação do sistema bancário.

Há problemas de aderência de base, já que há países que sofreram processos de desmembramento e/ou separação, caso de Sérvia e Montenegro que foram avaliados conjuntamente, em 2006. Em 2008 e 2010, Montenegro e Sérvia foram avaliados, respectivamente, de forma isolada. Apesar disso tudo, contudo, a representatividade material da amostra de países pode ser diretamente percebida numa rápida verificação dos países avaliados, o que sinaliza consistentemente para relevância e representatividade qualitativa, pela relevante disposição geográfica do universo amostral.

Em adição, percebe-se que dentre os países avaliados, estão relacionados a quase totalidade dos principais centros financeiros, conforme referido no item dedicado ao assunto, no referencial teórico do presente trabalho. Isso incorpora à amostra de países uma relevância não desprezível, dado que a proporção de ativos financeiros transacionados nos países avaliados responde pela quase totalidade do estoque destes mesmos ativos no mundo. Só para

exemplificar a concentração dos ativos financeiros em certas praças, McKinsey (2007), através de seu relatório trimestral (publicado pelo seu instituto global) em janeiro daquele ano apontara que os Estados Unidos da América absorviam, no período 2002-2006, em média, 85% dos fluxos globais de capital. Tal dado é importante para que se perceba que as condições gerais de liquidez observadas em antecedência à crise não modificavam absoluta concentração de ativos financeiros em algumas praças e países. Inclusive, análise prévia sugere que as condições estruturais *ex ante* e *ex post* em relação à crise financeira de 2008 não se diferenciam muito.

Ainda que se considere pequena a amostra de países avaliados pelo FSAP/FMI, e que a isso se associem fragilidades quantitativo-metodológicas adicionais, a representatividade se evidencia pela simples disposição geográfica, em que os países destacados em preto são aqueles que foram avaliados no programa, em sua primeira década de implementação:

Figura 4 - Mapa de distribuição geográfica FSAP/FMI (decênio)



Fonte: Elaboração do autor.

Desta forma, diante do planisfério acima, logra-se perceber que a distribuição geográfica das avaliações incorpora, potencialmente, uma considerável plataforma qualitativa de “estruturas de supervisão e regulação” dos sistemas financeiros, haja vista não haver continente ou região geopolítica que não esteja representada no grupo de países já avaliados.

As avaliações reportadas nos diferentes relatórios trazem pontos de atenção. Conforme se verificará nas seções subsequentes, tem se percebido como prioritário o reforço nas estruturas de supervisão, em muitos países. Viñals e Fiechter (2010, p.5) definem elementos de fragilidade de supervisão que podem ter potencializado os impactos da crise de 2008, numa análise retrospectiva ter-se-ia:

- A “não intromissão” sobre o núcleo dos negócios desenvolvidos pelas instituições reguladas, ou excessivo respeito às “linhas-limite” de supervisão;
- A “não proatividade” ou inércia no trato dos riscos emergentes e na adaptação ao ambiente mutante;
- A “não compreensão” ou ignorância oportunista em relação aos riscos de contrapartes, que embora não estivessem submetidas ao seu universo regulatório, amplificavam sobremaneira os riscos das instituições por eles reguladas;
- A “não ação” ou imobilismo, que se mostrou importante no sentido de que muitos reguladores tinham noção clara dos riscos faceados pelas instituições reguladas, porém, não transformaram tal consciência em ações práticas.

Os citados autores sugerem, baseados no conjunto de avaliações e relatórios publicados na primeira década do programa (150 documentos), que embora os países fossem homogêneos em termos de estrutura legislativa, regulatória e de diretrizes de supervisão, não se mostravam aderentes quando se tratava de efetiva supervisão (plena implementação) nas respectivas jurisdições e áreas do sistema financeiro. O cenário geral apontava, de acordo com análise dos relatórios, que embora a maioria dos países sinalizassem aderência aos princípios de supervisão definidos pelo Comitê de Basileia, mais de um terço das avaliações apontavam para o não atendimento de requisitos de aderência em relação à supervisão baseada em riscos financeiros, supervisão consolidada, recursos adequados, independência operacional e capacidade coercitiva na consecução de seu trabalho de supervisão/fiscalização.

Partindo-se para sistematização do conteúdo principal analisado, o exame dos últimos relatórios de cada centro financeiro internacional permite estabelecimento de percepções gerais sobre o contexto da supervisão bancária. Tais pontos de atenção derivaram de análise dos relatórios FSSA e notas técnicas do corpo técnico, publicadas no contexto do programa de avaliação do setor financeiro (*FSAP*).

Dentre os principais achados, pode ser estruturada o seguinte quadro de resultados dos principais centros financeiros internacionais, com ano-base de última avaliação, discriminando-se avaliação para cada um dos princípios essenciais à efetiva supervisão bancária:

Quadro 10 - Avaliação de princípios essenciais à efetiva supervisão bancária

Princípio Essencial - Basileia	JAP 2017	SIN 2013	SUI 2009	CHI 2017	AUS 2012	CAN 2014	GER 2016	LUX 2017	UK 2016	USA 2015	HK 2014	KOR 2014	UAE 2007	ISR 2012
1. Responsabilidades, objetivos e poderes	C	C	LC	C	n/a	C	C	n/a	C	LC	C	LC	n/a	n/a
2. Independência, responsabilidade, recursos	LC	C	LC	MNC	n/a	LC	LC	n/a	LC	C	LC	MNC	n/a	n/a
3. Cooperação e colaboração	C	C	C	C	n/a	C	C	n/a	C	C	C	C	n/a	n/a
4. Atividades permitidas	C	C	LC	C	n/a	C	C	n/a	C	C	C	C	n/a	n/a
5. Critérios de licenciamento	LC	C	C	C	n/a	LC	LC	n/a	C	C	C	LC	n/a	n/a
6. Transferência de propriedade significativa	LC	C	C	MNC	n/a	LC	C	n/a	C	C	C	LC	n/a	n/a
7. Principais aquisições	LC	C	C	C	n/a	C	MNC	n/a	C	C	C	LC	n/a	n/a
8. Abordagem de supervisão	LC	n/a	n/a	LC	n/a	C	LC	n/a	LC	C	C	LC	n/a	n/a
9. Técnicas e ferramentas de supervisão	C	n/a	n/a	C	n/a	C	LC	n/a	LC	LC	C	LC	n/a	n/a
10. Relatórios de supervisão	LC	n/a	n/a	C	n/a	C	MNC	n/a	C	C	C	LC	n/a	n/a
11. Poderes corretivos e sancionatórios dos supervisores	LC	C	C	C	n/a	C	LC	n/a	C	C	C	LC	n/a	n/a
12. Supervisão consolidada	C	C	C	LC	n/a	C	C	n/a	C	LC	C	LC	n/a	n/a
13. Relações de host doméstico	C	C	C	C	n/a	C	C	n/a	C	C	C	LC	n/a	n/a
14. Governança Corporativa	LC	n/a	n/a	LC	n/a	C	LC	n/a	LC	LC	C	LC	n/a	n/a
15. Processo de gerenciamento de risco	LC	C	C	LC	n/a	LC	LC	n/a	C	LC	C	LC	n/a	n/a
16. Adequação de capital	MNC	C	C	C	n/a	C	LC	n/a	LC	LC	C	MNC	n/a	n/a
17. Risco de crédito	C	C	C	LC	n/a	C	C	n/a	LC	C	C	LC	n/a	n/a
18. Recursos, provisões e reservas problemáticas	LC	C	C	LC	n/a	C	LC	n/a	LC	C	C	MNC	n/a	n/a
19. Risco de concentração e grande exposição	LC	C	C	LC	n/a	LC	LC	n/a	C	LC	C	MNC	n/a	n/a
20. Transações com partes relacionadas	MNC	C	C	LC	n/a	LC	MNC	n/a	C	LC	LC	LC	n/a	n/a
21. Riscos do país e transferência	C	C	C	C	n/a	C	LC	n/a	C	C	C	LC	n/a	n/a
22. Risco de mercado	C	C	C	C	n/a	C	C	n/a	C	C	C	LC	n/a	n/a
23. Risco de taxa de juros na carteira bancária	C	C	C	C	n/a	C	C	n/a	C	C	C	C	n/a	n/a
24. Risco de liquidez	C	C	C	C	n/a	C	LC	n/a	LC	C	C	LC	n/a	n/a
25. Risco Operacional	C	C	C	C	n/a	C	MNC	n/a	C	LC	C	LC	n/a	n/a
26. Controle interno e auditoria	C	C	C	C	n/a	C	MNC	n/a	C	C	C	C	n/a	n/a
27. Relatórios financeiros e auditoria externa	LC	C	C	LC	n/a	C	LC	n/a	C	LC	LC	LC	n/a	n/a
28. Divulgação e transparência	C	C	C	LC	n/a	C	LC	n/a	C	C	C	LC	n/a	n/a
29. Abuso de serviços financeiros	LC	C	C	LC	n/a	LC	LC	n/a	LC	LC	C	LC	n/a	n/a

Fonte: Elaboração própria.

Em síntese consolidada, o cenário geral de supervisão aponta para níveis mais críticos em relação a independência, responsabilidades e mandato do supervisor financeiro na China e Coreia do Sul. Transferências de propriedade e aquisições de instituições financeiras e transações com partes relacionadas são criticamente destacadas em países como China, Japão e Alemanha. Adequação de capital ao perfil de riscos são destaques negativos no Japão e Coreia, que não adere integralmente no quesito de provisão e reservas. Riscos operacionais, controles internos e auditoria são temas críticos conforme avaliações empreendidas no setor financeiro alemão.

As considerações gerais quanto à estrutura de supervisão são positivas, não obstante aquilo apontado no parágrafo anterior. Há larga aderência nos quesitos avaliados pelas equipes de avaliação do setor financeiro. Tal consideração é relevante mesmo se considerando a impossibilidade de aferição de países como Austrália, Luxemburgo, Emirados Árabes Unidos e Israel, que não dispõem de relatórios detalhados sobre os princípios de supervisão ou que têm avaliações baseadas em parâmetros que não contemplam todos os atuais princípios adotados, caso de Cingapura e Suíça.

5.3.2 Estrutura geral dos relatórios *FSAP*

Dos centros financeiros e seus respectivos países, examinados para fins desta pesquisa, apenas o Qatar não foi objeto de avaliação de seu setor financeiro. Quanto à estrutura, têm amplo escopo analítico. Os relatórios do *FSAP* apresentam as conclusões das equipes do Fundo Monetário Internacional e do Banco Mundial e são configurados a partir dos princípios essenciais para efetiva supervisão bancária. Quanto ao objetivo, apresentam avaliação direta de amplas áreas do setor financeiro de países. O programa de avaliação do setor financeiro tem por principal relatório o de avaliação de estabilidade do sistema financeiro. Dito isso, percebe-se que para cada segmento, podem ser publicados múltiplos relatórios, detalhando para cada situação concreta aspectos relevantes à compreensão de diferentes riscos observados.

A metodologia enfatiza a lógica de proporcionalidade, tanto em termos de expectativas dirigidas aos supervisores quanto em termos de padrões que a supervisão impõe às instituições bancárias. Isso permite, portanto, avaliações de supervisão bancária que se prestam à comparabilidade do perfil de risco e de significância sistêmica de amplo intervalo de instituições.

O número de critérios adotados para tal avaliação é de 231. Em relação aos critérios prévios adotados pelo FMI, 196, houve junção de critérios e introdução de 35 novos outros. A régua de avaliação pode ser definida pelo país avaliado, que escolhe entre avaliação padrão ou pela avaliação mais elevada, que incorpora 16 critérios adicionais de avaliação no *FSAP*. Tais considerações dão clareza quanto à sofisticada e complexa miríade de aspectos tomados em conta para cada avaliação empreendida pelo FMI. Não obstante, os princípios ainda se prestam à comparabilidade, ainda que mitigada por sua própria natureza. Ou seja, devem ser aplicáveis a vasto leque de realidades ao mesmo tempo em que preconizam o aprimoramento dos padrões gerais de supervisão bancária, esperados em nível internacional.

Quanto à classificação, no processo de avaliação e respectivos relatórios *FSAP*, há efetiva escala de quatro categorias: *compliant*, *largely compliant*, *materially non-compliant* and *non-compliant*, consistente com métricas de classificação do Comitê (*BCBS*). Conforme FMI (2017), para determinar se cada princípio resta atendido ou não, é assinalado:

- Compliant:** An assessment of “compliant” is given when all ECs and ACs are met without any significant deficiencies, including instances where the principle has been achieved by other means.;
- Largely compliant:** “largely compliant” assessment is given when there are only minor shortcomings, which do not raise serious concerns about the authorities’ ability to achieve the objective of the

principle and there is clear intent to achieve full compliance with the principle within a prescribed period of time (for instance, the regulatory framework is agreed but has not yet been fully implemented);

□ **Materially non-compliant:** A principle is considered to be “materially noncompliant” in case of severe shortcomings, despite the existence of formal rules and procedures and if there is evidence that supervision has clearly not been effective, the practical implementation is weak or that the shortcomings are sufficient to raise doubts about the authorities’ ability to achieve compliance;

□ **Non-compliant:** A principle is assessed “noncompliant” if it is not substantially implemented, several ECs and ACs are not complied with, or supervision is manifestly ineffective.

Tabela 13 - Classificação geral no FSAP

Classificação geral no FSAP	
Japão	C
Cingapura	C
Suíça	C
China	C
Australia	C
Canadá	C
Alemanha	LC
Luxemburgo	MNC
Reino Unido	LC
Estados Unidos	C
Hong Kong	C
Coreia do Sul	MNC
E.A.Unidos	LC
Israel	LC

Fonte: Elaboração própria.

Acima, estão referidas as principais informações relativas a cada país e respectiva síntese avaliativa quanto às práticas de supervisão bancária efetiva, com base nos respectivos relatórios FSAP. A análise do quadro acima resgata preocupação dos autores Viñals e Fiechter (2010, p.9), “We have learned from our financial sector work that implementation of regulation (including regulatory guidance on risk management) matters as much as regulation itself...”.

5.3.3 Centralidade de aspectos relativos à governança corporativa

Como já foi referido anteriormente, amplas reformas foram conduzidas em decorrência da crise. Todas elas, em larga medida, se concretizaram como reformas que se dirigiram ao aprimoramento institucional, tão necessário à consecução de negócios e preservação de confiança dos agentes econômicos. Se o objetivo de toda organização

empresarial é adicionar riqueza ao acionista, eventos que conduzam à deterioração da confiança desses mesmos agentes promovem destruição de valor. Se, complementarmente ao objetivo individual das empresas, o objetivo de sistemas financeiros e mercados de capitais sólidos e eficientes é promover a estabilidade econômica e crescimento, então a governança corporativa assume papel central, conforme Kim, Nofsinger e Mohr (2010). A análise de conteúdo dos relatórios define aspectos centrais ao desempenho de supervisão. Dentre eles, é destacado o papel da governança corporativa nas diferentes jurisdições. Governança microinstitucional que conjugada ao ambiente de negócios poderia efetivamente tornar mais resilientes as instituições financeiras e, por decorrência, os sistemas financeiros. Da atenta leitura dos relatórios, emerge indiscutível referência ao reforço de supervisão sobre as molduras de governança corporativa. A supervisão financeira se orienta, nestes termos, à garantia de que os mecanismos de controle (de alta administração) funcionem em harmonia com práticas desejáveis de governança, a serem observadas nas corporações.

Numa síntese do panorama observado nos relatórios, com base na revisão teórica associada às molduras de governança corporativa, os acionistas bem informados elegem um conselho de administração que, por seu turno, contratam, e supervisionam os gestores. O conselho de administração tem por atribuição o monitoramento dos negócios da corporação e também de se assegurar de que tais negócios são conduzidos no melhor interesse dos proprietários. Recapitulando aspectos tratados no referencial teórico, quando Fama e Jensen (1983a, 1983b, 1985) propõem uma pretensa e automática mitigação de riscos sistêmicos, com base na suposição de que acionistas deteriam interesses de última ordem, eles não encontram suporte dos dados. Expectativa teórica que não se mostra factível, no plano empírico. Repousa no fortalecimento dos quadros que integram os conselhos a efetiva superação das dificuldades teóricas apontadas. Mandatos específicos e responsabilidades que podem ser efetivamente exigidas pela supervisão dos detentores de tais prerrogativas estatutárias, dentro da instituição financeira.

Problemas clássicos fartamente narrados pela literatura, como coordenação de ação coletiva (*collective action*), de carona (*free-rider*), embates por procuração (*proxy-fight*) e ainda cláusulas de depreciação de valor em face de possíveis tentativas de controle hostil (*poison pills*) não se encontram confortavelmente ancoradas pelas evidências. O conforto teórico delineado pelos autores citados anteriormente, não se realiza com trivialidade nas corporações de larga escala (caso das instituições bancárias), por razões entre as a seguir narradas: em estruturas acionárias atomizadas, nenhum acionista isolado tem o incentivo, o poder e escala mínima necessária ao monitoramento da gestão corporativa, muito menos a

capacidade de ação. É por tal motivo que reforços institucionais por via de regulação e supervisão são absolutamente cruciais ao aprimoramento destas instituições.

Ainda que se configure cenário em que haja convicção sobre a necessidade de agir, no equilíbrio racional e estratégico, isso não se viabiliza: fenômeno definido como problema de ação coletiva. Neste, a escala mínima se impõe sobre a viabilidade da própria ação, exigindo-se que mais de um acionista (constituindo quorum mínimo de legitimação, o que varia em face da legislação societária), se engaje no processo de monitoramento e de intervenção, com vistas a tornar a ação viável e efetiva, em última instância. A supervisão, enquanto terceira parte, assume o encargo da verificação de efetivo cumprimento dos mandatos pelos membros da alta Administração.

Em cenários de dispersão societária, a administração termina por perceber que é viável tomar o controle da corporação e, se facilita portanto, dirigi-la numa orientação que se harmonize com seus próprios interesses, que conflitam com os da propriedade. As disputas por mandato se inserem neste cenário de conflito de interesses: dado que os administradores controlam a estrutura de nomeações e que os investidores institucionais podem ser desencorajados (por arranjos legais e normativos) a atuar de forma coordenada, as únicas estratégias viáveis de resgate do controle administrativo da corporação se identifica na proposta hostil da compra de ações do bloco de controle ou por meio do mecanismo de contestação e disputa por mandato de representação de acionistas, conferindo-lhe poder de voto concentrado capaz de alterar a inércia administrativa em que se situe a corporação. Todos esses riscos que atualmente figuram no radar de preocupações do supervisor financeiro, quando traz para programação de atividades temáticas como a da remuneração da alta gestão, monitoramento da dinâmica das assembleias de acionistas ou independência dos conselhos. Aspectos institucionais que convergem para aquilo que Dugger (1995) referencia com clareza em relação ao aprimoramento da nova economia institucional diante do velho institucionalismo econômico, em livre tradução:

North redescobriu que processos históricos importam e mudou de opinião quanto à dimensão histórica (dos processos institucionais). O caráter cumulativo e inacabado dos processos históricos destaca o papel dos interesses e de relações de poder no estabelecimento das molduras institucionais. (DUGGER, 1995, p.454).

5.4 Discussão dos resultados qualitativos

Os resultados qualitativos apontam para necessária conjugação entre promoção de ambientes de negócio e solidez e eficiência financeiras, que perpassam a supervisão, regulação e efetiva governança corporativa. A supervisão financeira orientada ao reforço de instrumentos microinstitucionais, tais como governança corporativa é central ao

aprimoramento das condições gerais do sistema financeiro. É, neste sentido, curioso perceber que a governança corporativa (no plano prático) deve tender ao ajuste dos sinais observados entre governança macroinstitucional (ambiente de negócios) e as variáveis dependentes (solidez e eficiência).

Confirma-se, assim, com base no desenho metodológico do trabalho a relação complementar entre os dados e análise documental aqui empreendida. Se aparentemente (em suas dimensões macroinstitucionais) há reversão de expectativas originalmente estabelecidas, no nível individual evidencia-se relação de reforço entre qualidade de governança corporativa e nível de efetivo atingimento dos objetivos da supervisão bancária, argumento que se encontra fartamente demonstrado pelo conteúdo de documentos examinados.

Em breve sumário, aspectos qualitativos emergem à consideração de que aprimoramentos institucionais, baseados em supervisão, regulação continuam relevantes à melhoria do quadro geral observado no sistema financeiro internacional.

Resgatando-se aspectos tratados anteriormente, é de se referir que o acionista (proprietário da instituição financeira) e o investimento (por ela realizado) podem estar desalinhados. Nisso, se mostra essencial avaliar o quão desalinhados estariam os incentivos dos gestores e dos acionistas e quais as distorções criadas pelo pretense desequilíbrio. Rajan (2005) examina causas e estruturas de incentivos que desencadearam a crise. Para o autor, a governança corporativa, enquanto instrumento necessário de aprimoramento, se mostrou em nível não compatível com o desafio de controle de assunção de riscos na complexa estrutura das instituições financeiras. Não surpreende que tanto o *FSB* quanto o *BCBS* se orientem ao reforço e ajuste de instituições tão caras à promoção de sistemas financeiros que observem melhores parâmetros de solidez e eficiência: governança, tanto em sua dimensão macro quanto microinstitucional.

6 CONCLUSÃO

6.1 Resgate conceitual e linhas gerais de conclusão

Nossa conclusão, tangencia um diálogo entre as evidências observadas e o que se referenciou conceitual e teoricamente. Do ponto de vista empírico, se baseia na criticidade dinâmica observada nos diferentes mercados financeiros que registram, conforme Eichengreen (2003), crises que parecem se associar aos mercados crescentemente alavancados e à efetiva expansão de seus instrumentos financeiros.

Resgatando aspecto já mencionado, mercados financeiros estão baseados em informação incompleta e assimétrica. Nesta linha, as crises podem ser tomadas enquanto decorrências lógicas do arranjo institucional observado no âmbito da economia financeira. E por mais acertados argumentos como sugeridos por Reinhart e Rogoff (2009) ou Laeven e Valencia (2012), há indiscutível generalidade do tema, com impactos crescentemente sistêmicos. Nisso, é viável concluir que a implementação de estruturas de regulação e supervisão se mostra como adequado à tentativa de se mitigar aspectos indesejados do fenômeno de crise.

Com base em Colander *et al.* (2009), e de acordo com aspectos evidenciados nos relatórios de consistência regulatória ou de avaliação de supervisão, não se contraria a necessária a revisão de fundamentos conceituais que preconizam o mercado auto-regulado. Em acréscimo, Mitchell (2011), De Graff e Williams (2011) e Condon (2011) estipularam que as premissas que dão fundamento à teoria dos mercados eficientes e racionais se encontraram sujeitas a substanciais desafios.

O fenômeno de crise, conjugado às considerações relativas à concentração de ativos nos centros financeiros recoloca em prioridade o tratamento do risco sistêmico. Nisso, considerações relativas à estatística das distribuições remetem ao problema da concentração de risco ou probabilidade excessiva da ocorrência de observações extremas em uma distribuição, que conforme Mandelbrot (1963) e Fama (1963) não se amolda bem à distribuição gaussiana. Nisso, resgata-se consideração prévia de Coen (2017) que traça com nitidez as linhas gerais da agenda de regulação dirigida à resiliência sistêmica. A harmonização do sistema regulatório global é central para o objetivo almejado: a resiliência só pode se basear em robustos padrões prudenciais globais, combinados com efetiva supervisão.

Desta forma, a revisão geral ultimamente observada tem apontado para nuances que previamente restavam secundarizadas, caso de temas de indiscutível pertinência em face à

governança corporativa. Caso da estrutura de remuneração dos gestores profissionais das grandes instituições, fortemente dependentes de componentes variáveis conforme desempenho (via bônus de performance de resultados de curto-prazo) fragiliza, potencialmente, a efetividade do requerimento mínimo de capital próprio como um “regulador automático” para exposição a riscos por parte das instituições. A governança corporativa, enquanto instrumento necessário de aprimoramento, precisa atingir nível compatível, portanto, com o desafio de controle de assunção de riscos, na (cada vez mais complexa) estrutura das instituições financeiras. Assim, a regulação e supervisão reasssumem papéis a cumprir notadamente no que concerne ao reforço dos padrões de governança dessas instituições.

A busca de melhores padrões de governança, identificados e associados à elevação da qualidade regulatória e da efetividade supervisora podem cumprir papéis convenientes diante dos desafios postos pelas crises financeiras. A governança, independentemente do nível de sua acepção, traça trajetória não retilínea, flexível, não ditada por normas cristalizadas. Desta forma, a interação entre força normativa cogente (de curso obrigatório) se mostra como indutora da implementação de cultura efetiva de gerenciamento de riscos e controles mais qualificados.

A pesquisa se defrontou com evidências de que a regulação e supervisão, assim, conjugam papéis a cumprir notadamente no que concerne ao reforço dos padrões de governança observados nos mercados em que atuam as instituições financeiras. Em rápido resgate ao que já foi referido, e aqui se reitera: o paradigma regulatório delineado pelas diretrizes normativas do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia (BCBS) e do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB) têm se dirigido à reformulação e configuração de “*mindset*” da alta gestão das instituições financeiras. A gestão estratégica dessas instituições se situa no foco de atenção do arcabouço regulatório e de supervisão financeira, que se dirige a pilares essenciais, como modelo de negócios e gerenciamento de riscos e de capital. Objetivos que tem se mostrado centrais nas normas implementadas nas mais diferentes jurisdições e que tratam de aspectos como *compliance*, gerenciamento integrado de riscos e de capital, canais de denúncia com vistas à compilação de informações que afetem risco reputacional, política de sucessão e auditoria interna. Tudo isso orientado à qualificação de padrões gerais de governança corporativa, não causando estranhamento de que estas são normas definam com muita ênfase o papel da alta gestão das instituições na implementação de tais matérias.

Em suma, com base numa perspectiva neoinstitucional, se o desempenho de qualquer sistema econômico depende de instituições e da governança, como provedores de condições

adequadas às transações e molduras para comportamentos de cooperação, abordar temas como aprimoramento institucional, governança, regulação e supervisão, apresentam-se em absoluta razoabilidade. O presente trabalho, portanto, tenta sugerir percepções que costumeiramente não tem sido promovidas pela pesquisa em finanças, geralmente orientada ao paradigma hegemômico. Reitera-se, aqui observação que justifica o desenho de pesquisa escolhido: para North (2004) a economia neoclássica não foi criada para explicar o processo de mudança econômica, muito menos mudanças políticas ou sociais. Pesquisas que se baseiam na abordagem institucionalista, diferentemente, pretendem observar processos por meio do entendimento dos incentivos, restrições, interações humanas diante de normas, regras e procedimentos com vistas ao aprimoramento do quadro geral observado.

6.2 Principais vetores da análise

Resgatando citação prévia de Baltagi (1995), a adoção de procedimentos de “dados em painel” é especialmente adequada quando há elevada heterogeneidade. Conforme foi se consolidando a trilha de pesquisa, tal lição foi se legitimando com maior ênfase. A abordagem baseada em ‘painel’ aderiu adequadamente à dinâmica de mudança observada nos quesitos e mais ainda à necessidade de desbalanceamento dos painéis, dada a estrutura fática das bases de dados que incorporam inexoravelmente o problema de *missing data*, com vistas à construção de janelas mais relevantes, no sentido estatístico.

A síntese dos principais resultados da pesquisa indica que a governança macroinstitucional (tratada em três dimensões, na presente pesquisa) se mostra em linha com atratividade negocial. Níveis mais elevados de estado de direito, qualidade regulatória e efetividade governamental são bons atrativos para ambiente de negócios. Nesta linha, se observa que os centros financeiros terminam por se especializar com base nestes atributos, caracterizadores de ambientes de negócios mais competitivos: respeito a contratos, normas costumeiras, *common law* da tradição anglosaxã em contraposição ao *civil law* (direito codificado), típico da Europa continental, cujo direcionamento é mais rígido, menos flexível à inovação financeira ou à assunção de novos riscos. Em breve revisita, centros financeiros de relevo incontestemente apresentam traço cultural anglo-saxão: EUA, Canadá, Reino Unido, Hong-Kong, Cingapura. Países como Japão, Coreia do Sul e Suíça, UAE, por outro lado, têm se caracterizado pelo esforço contínuo na promoção de ambiente institucional propício à condução de negócios, adotando reformas conduzentes aos padrões aglosaxônicos.

É, portanto, nesta linha que se verifica ampliação da escala operacional destes centros que terminam atraindo negócios financeiros, numa linha de inevitável concentração pela

redução de custos e ganhos de escala que se associam também à possibilidade de deslocalização das atividades financeiras, em nível internacional. Quando se desencadeia uma crise (evento raro, ainda que recorrente na história econômica), centros financeiros com maiores níveis de liquidez, alavancagem e volatilidade (decorrentes da própria lógica financeira de perseguição de resultados) - cujos atrativos associados ao ambiente e cultura de negócios já foram observados - poderiam se vincular a piores níveis de solidez, ou seja, mais elevados indicadores de probabilidade de *default* das instituições financeiras, associados à deterioração da eficiência de suas operações. Isso explicaria razoavelmente parcela dos resultados quantitativos aqui observados.

Talvez, portanto, a contribuição da pesquisa se vincule à ideia não tão difundida de que a simples promoção de reformas institucionais ou adaptação cultural, caso do UAE (que constitui espaço apartado das suas transações domésticas, regidas por princípios islâmicos) ou do Japão (que empreende profunda reforma nos padrões de governança corporativa), necessitaria de reforço daquilo que se define por governança corporativa, enquanto instrumento de aprimoramento institucional e reforço de supervisão financeira, no primeiro dos níveis de controle, interno às instituições. Não é irrelevante, portanto, observar a recorrência da temática nos relatórios do FSAP/FMI. Governança corporativa é vetor de integração necessário entre aprimoramento institucional econômico (mais solidez e eficiência) e regulação consistente (qualificada) somada à supervisão efetiva.

Se há um ordenamento institucionalmente configurado, a percepção conclusiva da pesquisa conduz à consideração de que a via de aprimoramento deve ser traçada ao longo de persistente sistema de governança corporativa que, reforçado pelas normas regulatórias e pela atuação supervisora, provoque incômodo no quadro de alianças e nas relações de poder, definidos internamente nas organizações empresariais. Se a análise institucional considera o poder como ativo, então as tensões tendem a se acumular. Diante de tal processo cumulativo, portanto, os instrumentos de aperfeiçoamento institucional devem se basear na complementaridade entre as molduras microinstitucionais (governança corporativa) e o ambiente macroinstitucional (normas, regulação e supervisão). É nessa interação complementar que se consolidam (enquanto factíveis) os necessários saltos institucionais que se dirigem à necessária superação de condições que, se deixadas à natureza, reforçam cenários críticos à própria preservação do sistema econômico. Contrariamente, só seria esperada simulação e baixo nível de respostas às crises que são, historicamente, inevitáveis.

Os dados empíricos da pesquisa apontam para significância das heterogeneidades. Isso posto, evidenciou-se necessário exame do fenômeno da centralização financeira, por

especialidade e escala, no plano internacional. O exame documental, por sua vez, aponta para o significativo papel da governança corporativa, segundo nível complementar ao primeiro, que assume inegável efetividade conjugada à supervisão financeira. Constituinte portanto do que se apresenta numa treliça de forças, que termina por gerar vetor próprio. Se o aprimoramento institucional é o sentido da governança corporativa (quando comprometida com materialidade), então os ambientes macroinstitucionais devem ser efetivamente complementados por melhores padrões de governança microinstitucionais.

O elemento de atenção, todavia, se dirige à nítida *rationale* da revisão ultimamente proposta pela dinâmica de desregulamentação observada nos núcleos da atividade econômica e financeira internacional. Origina-se desta lógica ultraliberal seu esvaziamento: sob risco, estruturas postas em que arranjos de força já estão definidos tendem à tentativa de esvaziamento do atributo materialidade da governança corporativa, tentando-lhe atribuir mera e simples forma.

A governança macroinstitucional, representada por variáveis como *RL*, *QR*, *EG*, consolidam melhores padrões institucionais, associando-se a níveis de solidez e eficiência mitigados. Em suma, a pesquisa apontou para evidências de que o contexto do fenômeno é a também sua gênese explicativa: países centrais do sistema financeiro internacional são anglo-saxônicos, países com padrões institucionais mais elevados, ao concentrar plataformas de negócios evidenciadas pelos centros financeiros, conforme resultados estatísticos apresentados, podem também apontar para percepção de que níveis institucionais mais baixos podem (eventualmente) dificultar o saneamento de problemas e terminar por dissimular efeitos críticos, algo possibilitado pela própria relevância financeira, razoavelmente menor. Os ciclos virtuosos e viciosos podem, nesta seara, se mostrar continuamente intercalados. Em adição, sistemas financeiros mais *state-reliant* poderiam apresentar maior resiliência? Questão de aprofundamento dos estudos futuros, originados pela pesquisa.

6.3 Paradigmas de pesquisa

O sistema financeiro é fundamental à promoção de várias instituições e espaços que potencializam fortemente a prosperidade das diferentes economias ao redor do mundo e a liberdade humana, num plano mais geral. Mechoulan (1992, p. 201-202) explica:

As relações ambíguas entre dinheiro e liberdade não estão perto de serem resolvidas. Forçoso é admitir que nessa época, em Amsterdam, o laço circular entre dinheiro e liberdade permitiu à cidade inscrever na consciência universal direitos novos, que muitos povos de hoje ainda têm que exigir.

É nesta lição que se fundamentou o interesse e preocupação que deram gênese ao presente trabalho. Assim, é produtivo referir também algumas considerações de Ferguson (2009), que se materializaram como premissa de toda a pesquisa:

Para adaptar uma frase de Jacob Bronowski, a ascensão do dinheiro tem sido essencial para ascensão do homem. Longe de ser o trabalho de meros exploradores cuja intenção é sugar o sangue da vida das famílias endividadas ou jogar e especular com as poupanças de viúvas e órfãos, a inovação financeira tem sido um fator indispensável no avanço do homem [...] A evolução do crédito e do débito foi tão importante quanto qualquer inovação tecnológica na escalada da civilização, da antiga Babilônia até a Hong Kong dos dias de hoje. Os bancos e o mercado de ações proveram a base material para os esplendores do Renascimento italiano. (FERGUSON, 2009, p.10).

Como face primordial da atividade econômica, a relevância do sistema financeiro, com sua lógica idiossincrática, termina por justificar a permanente preocupação com a sua eficiência e solidez. Aspectos como governança, estado de direito, efetividade de supervisão ou qualidade regulatória emergem como temas de relevo, dentro de paradigmas em que a dimensão financeira é relevante para existência das demais, principalmente pelos riscos observados naquela.

O exame geral aponta para as seguintes conclusões: em primeiro plano, as normas (lei e regulação) nas mais diferentes realidades devem ser postas em condição de plena eficácia. Para isso, a pesquisa sugere necessárias estruturas de supervisão e reforço institucional das molduras materiais de governança corporativa. Disso, derivam apontamentos de natureza regulatória e supervisão. Reitera-se algo assinalado anteriormente: não conviria prescindir de instituições com efetiva capacidade de supervisão. Embora haja o permanente risco de recuos na estrutura de supervisão e de regulação (de maneira ampla), perseverar na linha de aprimoramento e fortalecimento destas é primordial.

A avaliação de jurisdições evidenciou que dada a elevada concentração de ativos nos países examinados, as respectivas estruturas de supervisão e regulatória poderiam apresentar quadro mais aprimorado. De outra forma ainda, centros financeiros, de acordo com as evidências empíricas, dados e relatórios analisados, necessitam de supervisão bancária fortemente consolidada e aderente aos princípios aplicáveis ao tema. Nesta linha, relatórios anteriores a 2008 sinalizam que majoritária parcela das praças financeiras centrais assumiram tal 'papel' num cenário de inadequada supervisão e talvez aqui se situe uma importante reflexão decorrente da pesquisa. A despeito de todas as evidências fáticas da necessidade de supervisão nas diferentes economias que integram o sistema financeiro internacional, é bastante nítida a sinalização de que a regra faticamente observada, nos centros internacionais

de decisão financeira não se situa na busca pela estrita supervisão e regulação aderentes (em primeira classificação).

Esta conclusão, assim, tenta reiterar: sistemas de incentivos, perseguição de máximo benefício individual, regulação parcimoniosa demandam o complemento da efetiva supervisão. A pesquisa sugere que a temática de regulação e supervisão financeira são singulares. Retomando ideia assinalada em Viñals e Fiechter (2010), na supervisão há um contínuo e ininterrupto envolvimento no nascimento, vida e morte das instituições supervisionadas.

Laissez-faire, laissez-passer, le monde va de lui-même é expressão associada aos fisiocratas clássicos. Infelizmente, se deixado à sua própria ou “mesma” sorte, o sistema financeiro internacional pode não apresentar equilíbrios palatáveis. E o que foi dito por Spinoza (1983, p.346), continua válido, sendo necessário alinhar bem incentivos, interesse público e exercício do munus público, aqui assumido enquanto efetividade governamental:

É preciso dar aos síndicos e a todo o funcionário do Estado, não um estipêndio fixo, mas uma remuneração calculada de tal maneira que não possam, sem grandes prejuízos para si próprios, administrar mal a coisa pública. É justo, sem dúvida, que os funcionários recebam um salário no Estado aristocrático, pois que a maior parte da população é constituída pela plebe de cuja segurança cuidam os patrícios, enquanto que os da plebe não têm de se ocupar senão dos seus próprios negócios. Mas, como em contrapartida (*ver § 14 do capítulo VII*), ninguém defende a causa de um outro senão quando julga, ao fazê-lo, consolidar a sua própria situação, é preciso, necessariamente, arranjar as coisas de modo a que aqueles que têm o encargo do Estado sirvam melhor aos seus próprios interesses quando cuidam, com maior atenção, do bem comum. (SPINOZA, 1983, p. 346).

A regulação é imprescindível e a efetiva supervisão bancária se mostra, ainda, primordial ao regular desempenho das instituições inseridas no ambiente econômico. É de Rhodes uma das sugestões conceituais de governança, para quem o conceito de “redes interorganizacionais auto-organizáveis que complementam mercados e hierarquias como estruturas de governo para alocação de recursos, controle e coordenação.” (RHODES, 1996, p. 7). Nesse aspecto, se situa (eventualmente) a reta tangente ao ponto de maior destaque no presente estudo. A governança perpassa estruturas formais, retilíneas, rígidas e estáticas de controle. Como instituição viva, prescinde de cargos ou títulos, endereçando atenções e entregando resultados de forma autônoma, curvilínea, flexível e dinâmica. Nisso, a conjugação entre supervisão e governança tem elevado potencial de realização. O processo histórico é que demonstrará a efetiva capacidade de entrega.

6.4 Limitações e estudos futuros

Quanto aos estudos futuros, a apropriação de indicadores harmonizados para governança corporativa em bases de dados internacionais poderia viabilizar abordagem que preconizasse suporte empírico entre a governança corporativa e o aprimoramento em termos de solidez e eficiência dos diferentes sistemas financeiros. No curso do trabalho de pesquisa, a análise de conteúdo documental se apresentou como única via factível. Considerando que o desempenho de qualquer sistema econômico depende de instituições e da governança, como provedores de condições adequadas às transações e molduras para comportamentos de cooperação, investigações baseadas na economia institucional poderiam ser traçadas e aprofundadas com microdados.

A análise estatística demonstrou que a conjugação entre a amplitude do escopo de pesquisa e os efeitos da crise terminam por constituir limitação idiossincrática do trabalho. Conduzindo, portanto, à consideração de que o controle por variáveis *dummy*, pode (eventualmente) no limite das margens de erro, quantitativas, não permitir consolidação em sua inteireza fenomenológica. Diante disso, a ampliação das janelas adotadas no presente estudo, com o simples decorrer de tempo, possibilitaria acumulação de dados que alargassem o quadro de dados empíricos que foram examinados pelas técnicas estatísticas. Tal aspecto, inclusive, permitiria eventual exame do efeito da crise sobre os dados analisados. Os resultados estatísticos, baseados no controle de crise não definem diferenças estruturais em relação ao modelo prévio, demandando adicional exame.

REFERÊNCIAS

- ABRAMS, R.; TAYLOR M. W. **Issues in the Unification of Financial Sector Supervision**. IMF Working Papers, 2000.
- ARROW, K. J. Reflections on the Essays. *In: _____*. **Arrow and the foundations of the theory of economic policy**. New York University Press, 1987. p. 727-734.
- ATTALI, J. **Os judeus, o dinheiro e o mundo**. São Paulo: Saraiva, 2010.
- AKERLOF, G. A. **An economic theorist book of tales: essays that entertain the consequences of new assumptions in economic theory**. New York: Cambridge University Press, 1984.
- BALTAGI, B. H. **Econometric Analysis of Panel Data**. New York: John Willey and Sons, 1995.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **84rd Annual Report**, Basileia, Jun. 2014.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **87rd Annual Report**, Basileia, Jun. 2017.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Peer review of supervisory authorities' implementation of stress testing principles**. Apr. 2012.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP): Handbook for Jurisdictional Assessments**. Mar. 2016.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP): Handbook for Jurisdictional Assessments**. Mar. 2018.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Triennial central bank survey of foreign exchange and OTC derivatives markets**. Set. 2016.
- BECK, T; DEMIRGÜÇ-KUNT, A; LEVINE, R. A New Database on the Structure and Development of the Financial Sector. **World Bank Economic Review**, v. 14, n. 3, p. 597-605, 2000.
- BECK, T; DEMIRGÜÇ-KUNT, A; LEVINE, R. Financial institutions and markets across countries and over time. **World Bank Economic Review**, v. 24, n. 1, p. 77-92, 2010.
- BECKER, G. **The economic approach to human behavior**. Chicago: The University of Chicago Press, 1976.
- BERNSTEIN, P. **Desafio aos deuses: a fascinante história do risco**. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1997.
- BHIDE, A. The hidden costs of stock market liquidity. **Journal of Financial Economics**, n. 34, p. 31-51, ago. 1993.

BLACK, B. Institutional investors and corporate governance: the case for institutional voice. **Journal of Applied Corporate Finance**, n.5, p.19-32, Outono 1992.

BLANKENBURG, S; PALMA, J. G. Introduction: the global financial crisis. **Cambridge Journal of Economics**, n. 33, p. 531–538, 2009.

BLATTBERG, R.; GONEDES, N. A comparison of the stable and Student distributions as statistical models for stock prices. **Journal of Business**, n.47, p.244-280, 1974.

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. J. **Fundamentos de investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

BUSSAB, W.O.; MORETTIN, P. A. **Estatística Básica**. São Paulo: Saraiva, 2010.

CAMPBELL, J. L. Institutional analysis and the role of ideas in political economy. **Theory and Society**, v. 27, n. 3, p. 377- 409, 1998.

ČIHÁK, M.; MUÑOZ, S; SCUZZARELLA, R. The Bright and the Dark Side of Cross-Border Banking Linkages. **Working Paper WP/11/186**. Washington, DC: International Monetary Fund, 2011.

ČIHÁK, M.; SCHAECK, K. How well do aggregate prudential ratios identify banking system problems? **Journal of Financial Stability**, v. 6, n. 3, p. 130-144, 2010.

CHOI, S; TSCHOEGL, A; YU, C. Banks and the world's major financial centres, 1970-1980, **Review of World Economics**, v.123, n. 4, p. 48-64, 1986.

CLAESSENS, Stijn; KOSE, M. A. **Financial crises explanations, types, and implications**. International Monetary Fund, 2013.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

COASE, R. H. The problem of social cost. **Journal of Law and Economics**, v. 3, n. 1, p. 1-44, 1960.

COASE, R. **The firm, the market and the law**. Chicago: The University of Chicago Press, 1988.

COEN, W. Global adoption of the Bael framework: enhancing financial stability across countries In: KUALA LUMPUR, M. **Islamic Financial Services Board Public Lecture on Financial Policy and Stability**. April 2017. Disponível em: www.bis.org/speeches/sp170405.pdf . Acesso em: 12 ago. 2018.

COLANDER, D. et al. **The financial crisis and the systemic failure of academic economics**. 2009.

COMMENT, R.; SCHWERT, G.W.; Poison or placebo? Evidence on the deterrent and wealth effects of modern antitakeover measures. **Journal of Financial Economics**, n. 39, p.3-43, set. 1995.

CONDON, M. “Products, perimeters and politics: systemic risk and securities regulation”, *In: _____*. **The embedded firm: corporate governance, labor and finance capitalism**. Cambridge University Press, 2011. p. 440-458.

COSTA, S. M. A. Intervenções do Estado sobre o mercado bancário e os trade-offs entre eficiência, resiliência financeira e estabilidade macroeconômica. *In: PRÊMIO FEBRABAN DE ECONOMIA BANCÁRIA*, 4. 2011. **Anais...**2011.

CROTTY, J. Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the ‘new financial architecture’. **Cambridge Journal of Economics**, v. 33, p. 563–580, 2009.

DE GRAAF, F. J; WILLIAMS, C. A. The intellectual foundations of the global financial crisis: analysis and proposals for reform. *In: _____*. **The embedded firm: corporate governance, labor and finance capitalism**. Cambridge University Press, 2011. p. 383–412.

DEANE, P. **A evolução das ideias econômicas**. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1980.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; MARTÍNEZ PERÍA, M. S. **A framework for analyzing competition in the banking sector: an application to the case of Jordan**. 2010.

DUGGER, W.M. Douglass C. Norths new institutionalism. **J Econ Issues** 29(2): p. 453–458, 1995.

EGGERTSSON, T. **Economic behavior and institutions: Principles of Neoinstitutional Economics**. Cambridge University Press, 1990.

EICHENGREEN, B. **Crises financeiras: análise, prevenção e gestão**. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

FABOZZI, F.; MODIGLIANI, F.; FERRI, M. **Foundations of financial markets and institutions**. New Jersey: Prentice-Hall, 1997.

FAMA, E. F. Mandelbrot and the stable Paretian hypothesis. **Journal of Business**, n. 36, p.420-429, 1963.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, n. 25, p. 383-41, 1970.

FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, n.88, p. 288-298, abr. 1980.

FAMA, E. Efficient capital markets: II. **Journal of Finance**, n. 46, p. 1575-1617, 1991.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, n. 26, p. 301-325, jun. 1983a.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency problems and residual claims. **Journal of Law and Economics**, n. 26, p. 327-349, jun. 1983b.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Organizational forms and investment decisions. **Journal of Financial Economics**, n.14, p.101-119, Mar. 1985.

FARHI, M.; CINTRA, M. A. M. A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo. **Revista de Economia Política**, v.29, n.3, p. 49-63, 2009.

FERGUSON, N. **A ascensão do dinheiro, a história financeira do mundo**. São Paulo: Ed. Planeta, 2009.

FINANCIAL STABILITY BOARD. **A Coordination Framework for Monitoring the Implementation of Agreed G20/FSB Financial Reforms**. Basileia, oct. 2011.

FINANCIAL STABILITY BOARD. **Charter of the Financial Stability Board**. Basileia, Jun. 2012.

FINANCIAL STABILITY BOARD. **Handbook for FSB Peer Reviews**. Basileia, mar. 2017.

FINANCIAL STABILITY BOARD. **FSB Framework for Strengthening Adherence to International Standards**. Basileia, jan. 2010.

FRIEDMANN, J. The world city hypothesis. **Development and Change**, n.17, p.69-83, 1986.

GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2002.

GLOBAL MCKINSEY INSTITUTE. **McKinsey on economics: mapping the global capital markets**. The McKinsey Quarterly, jan. 2007.

GREENSPAN, A. **Remarks before the Boston College Conference on Financial Markets and the Economy**. Washington, DC: Federal Reserve Board Publishing, 1994.

GRUNDFEST, J. A. Subordination of American capital. **Journal of Financial Economics**, n. 27, p. 89-114, set. 1990.

HIRSCHMAN, A. **As paixões e os interesses: argumentos políticos a favor do capitalismo antes de seu triunfo**. Rio de Janeiro: Ed. Record, 2002.

IMF. Financial System Stability Assessment. **Country Reports: 2001-2012**.

IMF. **International Financial Statistics Yearbook**. Ago. 2018. Disponível em: <https://www.bookstore.inf.org/books...> Acesso em: 22 jul. 2019.

IMF. Financial Sector Assessment Program. **Detailed assessment of observance: basel core principles for effective banking supervision**. n. 282, set. 2017. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/fsap/fssa.aspx>. Acesso em: 12 jul. 2019.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, n. 48, p. 831-880, jul. 1993.

KAUFMANN, D.; KRAAY, A.; MASTRUZZI, M. The worldwide governance indicators: methodology and analytical issues. **Hague Journal on the Rule of Law**, v. 3, n. 2, p. 220-246, 2011.

KERN, A.; DHUMALE, R.; EATWELL, J. **Global governance of financial systems: the international regulation of systemic risk**. Oxford University Press, 2006.

KENDALL, M. The analysis of economic time-series-part I: prices. **Journal of the Royal Statistical Society**, v. 96, p. 11-25, 1953.

KIM, K. A.; NOFSINGER, J. R.; MOHR, D. J. **Corporate governance**. Boston: Prentice Hall, 2010.

KINDLEBERGER, C. P. The formation of financial centres: a study in comparative economic history. **Princeton Studies in International Finance**, n. 36, 1974.

LAEVEN, L.; VALENCIA, F. Systemic Banking Crises Database: An Update. **IMF Working Paper**, v.12, n.163, jun. 2012.

LANDES, D. S. **Riqueza e Pobreza das Nações: por que algumas são tão ricas e outras tão pobres**. [S.l.]: Elsevier Brasil, 2003.

LEVINE, R. "Finance and Growth: Theory and Evidence." Handbook of Economic Growth, In: AGHION, Philippe; DURLAUF, Steven (ed.). **Handbook of Economic Growth**, edition 1, v. 1, chapter 12, 2005. p. 865–934.

MALATESTA, P. H.; WALKLING, R. A. Poison pills securities: shareholder wealth, profitability and ownership structure. **Journal of Business**, n. 20, p. 347-376, jan/mar. 1988.

MANDELBROT, B. The variation of certain speculative prices. **Journal of Business**, n. 36, p. 394-419, 1963.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MECHOULAN, H. **Dinheiro e liberdade: amsterdam no tempo de Spinoza**. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1992.

MEGGINSON, W. **Corporate finance theory**. New York: Addison-Wesley. 1997.

MÉNARD, Claude et al. (ed.). **Handbook of new institutional economics**. Dordrecht: Springer, 2005.

MITCHELL, L. E. "Financialism: a brief history". In: _____. **The embedded firm: corporate governance, labor and finance capitalism**. Cambridge University Press: 2011. p. 42-59.

NORTH, D. C. **Institutions, institutional change and economic performance**. New York: Cambridge University Press, 1990.

NORTH, D. C. "Transaction costs through time" In: _____. **Transaction cost economics: recent developments**. Brookfield. VT: Edgar Elgar, 1997.

NORTH, D. C. **Understanding the process of economic change**. Princeton: Princeton University Press, 2004.

- POPPER, K. R. **Conhecimento objetivo**: uma abordagem evolucionária. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 1975.
- PRAETZ, P. The distribution of share price changes. **Journal of Business**, n. 47, p. 49-55, 1972.
- PUTTERMAN, Louis; KROSZNER, Randall S. (ed.). **The economic nature of the firm**: a reader. Cambridge University Press, 1996.
- QUESNAIS, F. **Quadro econômico**. São Paulo: Nova Cultural, 1994. Os Economistas.
- RAJAN, R. G. **Has financial development made the world riskier?** Federal Reserve Symposium. Kansas City, 2005.
- REED, H. C. **The Pre-eminence of international financial centres**. New York: Praeger, 1981.
- REINHART, C. M; ROGOFF, K. **This time is different**: eight centuries of financial folly. New Jersey: Princeton University Press, 2009.
- REPORT OF THE COMMITTEE. **The financial aspects of Corporate Governance**. London: GEE, 1992.
- RHODES, R. A.W. The New Governance: Governing without Government. **Political Studies**, v. 44, p. 652-667, jan. 1996.
- ROE, M. J. Political and legal restraints on ownership and control of public companies. **Journal of Financial Economics**, v. 27, p. 7-41, set. 1990.
- ROE, M. J. Mutual funds in the boardroom. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 5, p. 56-61, Inverno, 1993.
- RYNGAERT, M. The effect of poison pill securities on shareholder wealth. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 377-417, jan/mar. 1988.
- SASSEN, S. **The global city**: New York, London, Tokyo. Princeton: Princeton University Press, 1991.
- SASSEN, S. Global financial centres. **Foreign Affairs**, v.78, n.1, p.75-87. 1999.
- SAUNDERS, A. **Administração de instituições financeiras**. São Paulo: Atlas, 2007.
- SPINOZA, B. **Tratado político**. São Paulo: Abril Cultural, 1983. Coleção os Pensadores.
- STEINMO, S.; THELEN, K.; LONGSTRETH, F. **Structuring politics**: historical institutionalism in comparative analysis. Cambridge University Press, 1992.
- STIGLITZ, J. E.; GREENWALD, B. **Rumo a um novo paradigma em economia monetária**, São Paulo: Francis, 2004.

TURNER, A. et al. **The Turner Review**: a regulatory response to the global banking crisis. London: Financial Services Authority, 2009.

YAZBEK, O. **Regulação no Mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

VEBLEN, T. **The theory of the leisure class**: an economic study of institutions. Aakar Books, 2005.

VEBLEN, T. Why is economics not an evolutionary science? **The Quarterly Journal of Economics**, v. 12, n. 4, p. 373-397, 1898.

VEBLEN, T. **The Place of Science in Modern Civilisation**: and other essays. BW Huebsch, 1919.

VIÑALS, J.; FIECHTER, J. **The making of good supervision**: learning to say “no”. Washington D. C.: International Monetary Fund Staff Position Note, 2010.

WEATHERFORD, J. M. **A história do dinheiro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

WILLIANSO, O. E. **Markets and hierarchies**: analysis and antitrust implications. New York: Free Press, 1975.

WILLIANSO, O. E. “The new institutional economics: tacking stock, looking ahead” **Journal of Economic Literature**, n. 38, p. 595-613, 2000.

WORLD BANK. **World development report 2002**: building institutions for markets. World Bank Group, 2001.

WORLD BANK LEGAL REVIEW. Law and justice for development. Washington D.C, 2003. v. 1.