

ARTIGO

Direitos de membro e o efeito de estatutos sobre o *spread* bancário de cooperativas de crédito

Bruno José Canassa¹bjcanassa@fearp.usp.br |  0000-0001-8060-6894Davi Rogério Moura Costa¹drmouracosta@usp.br |  0000-0001-5653-478XMarcelo Sanches Pagliarussi¹marcelosp@usp.br |  0000-0001-7256-185X

RESUMO

Votar e resgatar quotas são os dois direitos garantidos pela lei que permitem aos membros exercer controle sobre as cooperativas de crédito. Sendo assim, este trabalho investigou se os direitos de membro são mecanismos eficazes de disciplina sobre os gestores das cooperativas de crédito brasileiras. Cláusulas estatutárias que desincentivam o uso desses direitos pelos membros tiveram seu efeito testado sobre o *spread* bancário deliberado, decorrente das escolhas gerenciais. As restrições a candidaturas, que limitam a competição nas eleições, são associadas a maiores *spreads* deliberados, sugerindo entrincheiramento gerencial devido à proteção dada à gestão. Mesmo o aprimoramento da governança corporativa pode não compensar a proteção contra as eleições. Já o resgate de quotas é ineficaz como mecanismo de disciplina sobre a gestão. Os resultados sugerem a importância da competição nas eleições, e que órgãos reguladores podem usar sua influência para assegurar aos membros os seus direitos.

PALAVRAS-CHAVE

Cooperativas de Crédito, Direitos de Controle, Governança Corporativa, Benefícios Privados ao Controle, Regulação.

¹Universidade de São Paulo,
Ribeirão Preto, São Paulo, Brasil

Recebido: 24/05/2023.
Revisado: 30/08/2023.
Aceito: 09/11/2023.
DOI: <https://doi.org/10.15728/bbr.2023.1603.pt>



This Article is Distributed Under the Terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International License

MEMBER RIGHTS AND THE EFFECT OF BYLAWS ON THE BANKING SPREAD OF CREDIT UNIONS

2

ABSTRACT

Voting and redeeming shares are two of the legal rights that allow members to exercise control over credit unions. As such, this work will investigate whether member rights are effective disciplinary mechanisms for Brazilian credit union managers. Bylaw clauses which discourage the use of these member rights were tested to see their effects on banking spreads due to management choices. Restrictions in terms of candidacies which limit competition in elections are associated with greater spreads, suggesting that there is managerial entrenchment due to the protection they receive. Even improvements in corporate governance may not compensate for this election protection. Meanwhile, redeeming shares has proved to be inefficient as a mechanism of managerial discipline. The results suggest the importance of competition in elections and that regulatory bodies can use their influence to guarantee member rights.

KEYWORDS

Credit Unions, Control Rights, Corporate Governance, Private Benefits of Control, Regulation.

1. INTRODUÇÃO

Mudanças regulatórias têm impulsionado o cooperativismo de crédito brasileiro. Com regras mais flexíveis para associação, mais indivíduos puderam se tornar membros de cooperativas, aumentando e dispersando as estruturas de propriedade dessas organizações por diversas localidades (Banco Central do Brasil, 2022; Canassa et al., 2022). No entanto, o distanciamento entre os membros enfraquece aspectos tradicionalmente vinculados ao cooperativismo, como a participação e o monitoramento por pares, tidos como essenciais para o controle das decisões organizacionais. Consequentemente, o poder dos gestores, sejam eles conselheiros com funções executivas, diretores eleitos ou executivos contratados, tende a se tornar cada vez maior (Leggett & Strand, 2002; Banerjee et al., 1994). Como proprietários, resta aos membros a possibilidade de usarem seus direitos residuais de controle por meio do voto em assembleia ou do resgate de quotas como mecanismos de disciplina sobre a gestão.

Sendo assim, este trabalho investigou se os chamados direitos de membro, que são os direitos de votar e de resgatar quotas, são eficazes para disciplinar os gestores das cooperativas de crédito. Especificamente, testando se cláusulas estatutárias que venham a desincentivar os membros a usarem esses direitos protegem excessivamente os gestores, permitindo que estes aumentem a extração de benefícios privados em seus cargos à custa de disponibilizarem taxas de serviços bancários piores do que o esperado (Dyck & Zingales, 2004). A origem dessas cláusulas também foi investigada, sendo associadas aos sistemas cooperativistas de crédito que, buscando proteger as suas cooperativas afiliadas, determinam regras a serem seguidas.

O efeito de cláusulas estatutárias foi extensamente estudado no contexto das empresas listadas em bolsas de valores, nas quais os investidores detêm direitos proporcionais aos seus investimentos e podem negociar ações no mercado. Nessas empresas, restrições aos direitos de voto e negociação protegem executivos de mau desempenho, resultando na desvalorização das ações (Armour, 2020; Donaldson et al., 2020; Anginer et al., 2018). Contudo, se é reconhecido que os direitos dos investidores são cruciais para disciplinar os executivos nas empresas listadas (Cremers & Ferrell, 2014; Bebchuk et al., 2009), não se sabe se os direitos de membro são igualmente relevantes nas cooperativas, nas quais as quotas são resgatáveis, dão apenas um voto, e os benefícios vêm do

acesso a serviços. Até mesmo se questiona se os membros usariam os seus direitos, visto o pequeno investimento geralmente realizado para associação (Rasmusen, 1988). Este trabalho adereçou o tema, sendo o primeiro a aplicá-lo às cooperativas.

Para tal, os estatutos de 808 cooperativas de crédito brasileiras foram examinados para identificar restrições a novas candidaturas em eleições, que limitam a competição, e a inexistência de prazos formais para a devolução de quotas solicitadas para resgate. O efeito dessas cláusulas foi testado sobre o *spread* bancário deliberado nas cooperativas, atribuído à discricionariedade e à habilidade dos gestores. Os resultados destacam que, embora sejam regras bem-intencionadas, as restrições às candidaturas permitem aumentar os *spreads* deliberados, indicando que tenham efeito de entrincheiramento, protegendo os gestores e possibilitando que definam taxas de serviços bancários menos atrativas do que seria possível. Aprimorar a governança corporativa fortalecendo a independência dos conselheiros não anula o entrincheiramento gerencial. O estudo ainda apresenta evidências de que o resgate de quotas não disciplina a gestão, possivelmente pelo pequeno investimento para associação.

Assim, este trabalho contribui à literatura por explorar e testar a viabilidade dos direitos de membro como mecanismos disciplinares nas cooperativas. Isso difere, por exemplo, de estudos que destacaram a importância das eleições democráticas para a reorientação estratégica das cooperativas, como o Banerjee et al. (2001), mas que não investigaram seu efeito disciplinador sobre a gestão. Além disso, o trabalho é importante por sugerir a influência de órgãos reguladores sobre as cláusulas estatutárias das cooperativas, influência que pode ser utilizada para reforçar a proteção aos direitos de membro. Isso ganha relevância, pois a recente Lei Complementar n. 196 (2022) permitiu às cooperativas de crédito remover requisitos geográficos para associação. É esperado que os membros se dispersem ainda mais, e apenas lapidar a governança corporativa pode não bastar para abordar o poder dos gestores.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Indivíduos buscam cooperativas de crédito para acessar taxas de empréstimos mais baixas e taxas de remuneração aos depósitos mais altas do que as encontradas nos bancos comerciais. Para isso, o indivíduo precisa investir o valor mínimo em quotas estipulado pela cooperativa a que pretende se associar, tornando-se um de seus proprietários, ou membro, como são conhecidos (Rubin et al., 2013). É da propriedade que se originam as principais diferenças no controle das cooperativas e das empresas listadas em bolsas de valores, como são a maioria dos bancos comerciais. Enquanto as ações das empresas listadas são negociáveis e conferem a cada investidor controle proporcional ao investimento realizado, as quotas das cooperativas não são comercializáveis e atribuem a cada membro apenas um voto (Hansmann, 1996).

O investimento para se tornar proprietário concede aos membros das cooperativas de crédito, bem como aos investidores das empresas listadas, direitos residuais de controle sobre a organização. Esses são o conjunto de direitos de controle que não podem ser delegados contratualmente a ninguém, permanecendo exclusivos aos proprietários (Hart & Moore, 1990; Grossman & Hart, 1986). Com eles, os proprietários podem exercer controle formal sobre a organização. Se o proprietário for investidor de empresa listada, seu foco pode ser orientado para a tomada de decisões internas a fim de aumentar os dividendos futuros, valorizando as ações. Se membro de cooperativa de crédito, seus interesses podem estar centrados na produção de taxas de serviços bancários atrativas para a maioria dos membros (Hart & Moore, 1998, 1996).

São denominados direitos residuais de controle porque a maioria das decisões de controle nas organizações é delegada a conselheiros e gestores, que recebem discricionariedade para agir em nome dos proprietários. Sendo agentes, porém, entende-se que possam tomar decisões voltadas apenas aos seus próprios interesses, utilizando recursos organizacionais para extrair benefícios privados de seus cargos, tais como vantagens, regalias e ganhos financeiros. A extração de benefícios privados é inerente ao conflito de agência e muitas vezes é difícil de ser diretamente observada, embora afete o retorno aos proprietários. Intensifica-se à medida em que os agentes acumulam poder e são menos monitorados (Dyck & Zingales, 2004).

Nas cooperativas de crédito, a busca dos gestores por benefícios privados seria incentivada pela crescente dispersão das suas estruturas de propriedade devido à entrada contínua de novos membros. Isso ocorre porque essa dispersão distancia os membros, reduzindo a participação direta nas decisões e enfraquecendo o monitoramento por pares. Ainda, acrescenta-se que os Conselhos de Administração costumam ser dominados pelos gestores, a quem deveriam monitorar em nome dos membros.

Muitas vezes os conselheiros são gestores, sendo chamados de diretores, ou têm fortes laços com a gestão. Como resultado, os gestores são empoderados e pouco monitorados nas atividades diárias (Gorton & Schmid, 1999).

O caso das cooperativas de crédito não difere em muito das empresas listadas em mercados como o norte-americano, onde estruturas de propriedade pulverizadas e conselheiros dominados pelos executivos também empoderam a gestão (Hermalin & Weisbach, 1998). Nessas empresas, é reconhecido que a principal disciplina sofrida pelos executivos vem do risco de intervenção em seus cargos pelos investidores, caso estes percebam que as ações estejam desvalorizadas. Os investidores usam, para tal, seus direitos residuais de controle através do voto. Se consideram que o retorno da intervenção não compensa o seu custo, podem negociar suas ações para interessados em promovê-la (Armour, 2020). Quando existem entraves para os investidores usarem os seus direitos de votar e de negociar ações, os executivos se tornam entrincheirados, aumentando a extração de benefícios privados e desvalorizando as ações das suas empresas (Anginer et al., 2018; Bebchuk et al., 2009; Chang & Zhang, 2015; Cremers & Ferrell, 2014; Donaldson et al., 2020; Gompers et al., 2003; Straska & Waller, 2014). Devido à importância no controle do comportamento dos gestores, inclusive, seria papel da regulação proteger os direitos dos investidores (Karpoff & Wittry, 2018; La Porta et al., 2000).

Nas cooperativas de crédito, seria o caso de membros promoverem mudanças organizacionais através de seus direitos residuais de controle quando as taxas à disposição não são atrativas. Os meios assegurados pela lei para os membros usarem seus direitos residuais de controle são o voto em assembleia e o resgate de quotas. Definimos esses meios como os direitos de membro (Hart & Moore, 1998; Fama & Jensen, 1983; Lei n. 5764, 1971).

O voto permite aos membros trocar conselheiros e diretores em eleições periódicas (Banerjee et al., 2001; Hart & Moore, 1998, 1996). Outras decisões importantes decididas em votação são a aprovação de incorporações, quando os gestores costumam perder seus cargos, a alocação das sobras operacionais, e emendas estatutárias relacionadas ao controle (Armour, 2020; Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Através do voto, os membros escolhem termos sobre o uso de recursos da cooperativa e selecionam quem deve usar esses recursos para produzir serviços bancários. No resgate de quotas, um membro pode, individualmente, “demitir” a cooperativa caso entenda que as taxas de serviços bancários não sejam atrativas. O investimento em quotas retorna ao membro, que pode realocá-lo para outros fins (Fama & Jensen, 1983). O resgate de quotas permite o controle sobre os recursos que produzem serviços bancários.

Assim, é possível sugerir que o eventual uso dos direitos de voto e de resgatar quotas pelos membros representa um risco à gestão das cooperativas de crédito. Conselheiros e diretores que não produzirem taxas atrativas à maioria dos membros podem perder a reputação, sendo trocados nas eleições ou mesmo em processos de incorporação (Banerjee et al., 2001; Hart & Moore, 1998). Os membros também podem votar para requerer uma parcela maior das sobras da cooperativa, diminuindo o fluxo de caixa livre disponível para a gestão (Jensen, 1986). Já o resgate de quotas assemelha-se a uma liquidação parcial de ativos. Pode causar eventuais dificuldades financeiras e mesmo levar uma cooperativa ao encerramento de suas atividades ou ser incorporada. Mesmo que os gestores não venham a perder seus cargos, enfrentariam restrições na extração dos benefícios privados (Fama & Jensen, 1983).

Contudo, ainda que o voto e o resgate de quotas possam representar riscos aos gestores das cooperativas de crédito, a sua eficácia como mecanismos de disciplina não foi submetida a uma avaliação empírica. Neste sentido, é importante ressaltar que a própria literatura aponta que o investimento para associação, que costuma ser baixo, pode desincentivar o seu uso pelos membros. Rasmusen (1988) e Gorton e Schmid (1999) apontam que o investimento pequeno não incentivaria os membros a participarem de votações mesmo quando insatisfeitos, pois o custo de tomada de decisão coletiva, crescente com a dispersão da estrutura de propriedade, é alto. Por sua vez, Fama e Jensen (1983) indicam que o pequeno investimento em quotas não motivaria os membros a solicitarem o resgate visto que teriam pouco a ser reembolsado.

Deste modo, este trabalho investigou a eficácia dos direitos de membro como mecanismos de disciplina sobre os gestores das cooperativas de crédito.

3. MÉTODOS

Neste trabalho, foram identificadas cláusulas estatutárias que desincentivam os membros a usarem os seus direitos. São regras bem-intencionadas, mas que potencialmente protegem excessivamente os gestores. Com base no referencial teórico, construiu-se a hipótese de associação positiva dessas cláusulas ao *spread* bancário deliberado pelos gestores, sugerindo que, quando protegidos dos direitos de membro, produzem taxas de serviços bancários menos atrativas do que seria possível. A amostra foi constituída de 1.838 observações de 808 cooperativas de crédito, abrangendo todos os anos financeiros desde a aprovação do estatuto analisado até 2016. Na amostra, existem de uma a oito observações por cooperativa.

3.1. COLETA E CONSTRUÇÃO DA BASE DE DADOS

As cláusulas sobre os direitos de membro foram identificadas através de um *checklist* aplicado aos estatutos vigentes em 2016 das cooperativas de crédito brasileiras singulares em operação naquele ano, disponibilizados pelo Banco Central do Brasil.¹ O *checklist* foi preenchido por dois assistentes de pesquisa de forma independente para evitar erros de avaliação; em caso de impasse, um dos autores tomou a decisão final. Os outros dados utilizados são dos balancetes e dos cadastros das cooperativas, disponíveis nos *sites* do Banco Central ou da Receita Federal Brasileira, ou então coletados diretamente nos próprios estatutos.

Dos dados financeiros, deflacionados para dezembro de 2022, e cadastrais de todas as cooperativas de crédito singulares entre 2009 e 2016, foram removidas aquelas categorizadas como capital e empréstimo e suas similares em ao menos um dos anos, para evitar que distorçam o cálculo

¹ As cláusulas investigadas ainda são recorrentes, como pode ser verificado na análise de estatutos vigentes de uma amostra de Cooperativas de Crédito.

do *spread* bancário porque não captam depósitos (Pinheiro, 2008). Sobre as 7.435 observações resultantes, de 1.078 cooperativas, foram estimados o *spread* médio em (3) e o *spread* deliberado em (4), bem como as variáveis de controle dos modelos (1) e (2), como apresentado nas próximas subseções. Cruzando essas observações com os dados dos estatutos, alcançaram-se as 1.838 observações, de 808 cooperativas, utilizadas para os resultados.

3.2. MODELOS ECONOMETRICOS E VARIÁVEIS

A associação positiva das cláusulas sobre os direitos de membro ao *spread* bancário deliberado pelos gestores das cooperativas de crédito foi testada através de (1).

$$sp_an_{it} = \alpha + \beta_1 e_{i1} + \beta_2 e_{i2} + \gamma' D_{it}^* + \theta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde o *spread* bancário deliberado (*sp_an*) pela gestão da cooperativa de crédito *i* no ano *t* é função das cláusulas *e* sobre os direitos de membro, controles *D** para o desempenho financeiro de *i* em *t*, que refletem a habilidade da gestão, e variáveis *dummy* de ano (θ) para controle de eventuais especificidades temporais. Fatores como porte e influência dos sistemas são controlados na construção de *sp_an*, sendo redundante novo controle em (1).

Adicionalmente, a (1) foram incluídas interações das cláusulas *e* a uma variável *S*, que identifica a separação de conselheiros e diretores. Isso pelo fato de se as mudanças regulatórias intensificaram a dispersão da estrutura de propriedade, empoderando os gestores, também se preocuparam em reforçar a governança corporativa das cooperativas (Lei Complementar n. 196, 2022). Seria esperado que, com a independência e a especialização no cargo, os conselheiros se tornassem mais eficazes no controle da gestão (Fama & Jensen, 1983), mas também é possível que se mantenham lenientes aos gestores, principalmente quando todos estão protegidos em seus cargos (Hermalin & Weisbach, 1998). O modelo com as interações está em (2).

$$sp_an_{it} = \alpha + \tau_1 e_{i1} + \tau_2 e_{i2} + \varphi_1 (S_i \times e_{i1}) + \varphi_2 (S_i \times e_{i2}) + \rho S_i + \gamma' D_{it}^* + \theta_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em (2), a moderação de *S* é dada pelos coeficientes φ , que têm efeito sobre os coeficientes τ das cláusulas *e*. Já o coeficiente ρ representa o custo de governança. Por fim, o efeito líquido total da separação de conselheiros e diretores é a soma dos coeficientes ρ , τ e φ , se as suas respectivas variáveis apresentarem significância (Hayes, 2018).

3.2.1. Spread bancário deliberado pela gestão

Membros procuram taxas de serviços bancárias atrativas. Por isso, entende-se que o objetivo das cooperativas de crédito seja minimizar o *spread* bancário, condicionadas a gerar rendas que permitam cobrir os seus dispêndios operacionais (Rubin et al., 2013). Em (3) é apresentado o cálculo do *spread* bancário médio (*sp*) da cooperativa *i* no ano *t*.

$$sp_{it} = \frac{r_oc_{it}}{oc_{it}} - \frac{d_dep_{it}}{dep_{it}} \quad (3)$$

Sendo a diferença entre a razão das rendas obtidas com operações de crédito (*r_oc*) a partir das operações de crédito totais (*oc*) em determinado ano *t* e a razão entre os dispêndios com captação de depósitos (*d_dep*) e os depósitos totais (*dep*) nesse mesmo ano *t*.

Seria esperado que os gestores buscassem minimizar o *spread* bancário. Contudo, são agentes e possuem discricionariedade para extrair benefícios privados através de recursos da cooperativa, mesmo prejudicando os membros (Gorton & Schmid, 1999; Jensen, 1986). Os benefícios privados implicam taxas menos atrativas disponibilizadas aos membros, e *spread* maior do que seria possível. Os direitos de membro disciplinariam o oportunismo gerencial. Caso os membros sejam desincentivados a usarem os seus direitos, os gestores se tornariam entrincheirados em seus cargos, permitindo que aumentem os benefícios privados.

Os gestores não podem simplesmente precificar produtos com base apenas em seus próprios interesses em benefícios privados (Jensen, 1986). A precificação leva em conta atributos do produto e da empresa, e deliberações gerenciais são refletidas no desvio do preço observado em relação ao preço que seria esperado (Brickley et al., 2015). Assim, o efeito de deliberações como a extração de benefícios privados comporia os termos de erro de regressões onde o *spread* observado é função de determinantes, conforme apresentado em (4).

$$sp_an_{it} = u_{it} = sp_{it} - b'H \quad (4)$$

Onde o *spread* bancário deliberado (*sp_an*) pelos gestores da cooperativa de crédito *i* no ano *t* é o termo de erro *u* da regressão do *spread* observado, calculado em (3), em função de determinantes *H*. Sendo a diferença entre o *spread* praticado e o previsto, termos de erro *u* positivos refletem deliberações por *spreads* maiores que o possível. Quanto maior é *sp_an*, menos vantajosas são as taxas de serviços bancários disponibilizadas aos membros.

O *spread* bancário de uma cooperativa de crédito deve permitir cobrir os seus dispêndios operacionais, que aumentam com o porte e a complexidade (Brickley et al., 2015). Portanto, *H* contém os logaritmos naturais do ativo total da cooperativa *i* em *t* e da quantidade de postos de atendimento de *i* em *t*, representando tamanho e complexidade de atuação, respectivamente. Gestores não podem precificar produtos arbitrariamente, pois os clientes buscariam alternativas no mercado (Jensen, 1986). São dois parâmetros de preço em *H*. Primeiro, a mediana do *spread* das cooperativas especializadas no mesmo tipo de serviço bancário que *i* no ano *t* e localizadas próximas a *i* (compartilham o mesmo CEP). Os serviços considerados foram crédito rural ou serviços em geral. Veja que a construção da variável também controla efeitos regionais (CEP) sobre o *spread*. Também, a mediana do *spread* das afiliadas ao mesmo sistema cooperativista que *i* em *t* (NA, quando não identificado), que também controla o efeito da regulação do sistema. Por fim, *H* inclui *dummies* de ano para controlar efeitos não observáveis do tempo.

Como apontado anteriormente, (3) foi calculado e (4) foi estimado, por mínimos quadrados ordinários empilhados (MQOE), utilizando observações de 2009 a 2016. Isso visou generalizar a construção de *sp_an* para testar o efeito das cláusulas, removendo vieses caso fossem considerados apenas os anos vigentes sob o estatuto analisado, pois, pelo fato de o painel ser desbalanceado, cooperativas com mais observações receberiam maior peso (Cameron & Trivedi, 2005). Além disso, é importante destacar que existem *outliers* na distribuição de *sp*, calculado em (3). A variável foi *winsorizada* a 1%, pois se trata de erros de mensuração. Das observações ajustadas, apenas 20 (de 6 cooperativas) seguiram para os resultados.²

² Remover esses outliers produz resultados similares aos apresentados neste trabalho.

Nas empresas listadas, a literatura identificou que algumas cláusulas em estatuto limitam os direitos dos investidores e protegem os executivos (Armour, 2020; Bebchuk et al., 2009). Essa lógica foi adaptada para o caso dos direitos de membro nas cooperativas de crédito. Neste trabalho, as cláusulas e são variáveis dicotômicas identificadas conforme (5).

$$e_{ik} = \begin{cases} 1, & \text{se o estatuto da cooperativa } i \text{ prevê a cláusula } k \\ 0, & \text{caso contrário} \end{cases} \quad (5)$$

Quando no estatuto de uma cooperativa de crédito i existem cláusulas que desincentivam o voto nas eleições ($k = 1$) ou o resgate de quotas ($k = 2$), foi assinalado valor 1 ao respectivo e_{ik} , 0 caso contrário. Cláusulas sobre incorporações e emendas estatutárias não foram consideradas neste trabalho, pois todas as cooperativas preveem em estatuto as mesmas regras impostas pela Lei n. 5764 (1971), portanto não há variação a ser investigada.

Para $k = 1$, foram consideradas restrições para candidaturas ao cargo de conselheiro. A lei não permite que indivíduos condenados por crimes financeiros ou que tenham relação com outra instituição financeira, por exemplo, sejam candidatos (Resolução n. 4434, 2015; Lei n. 5764, 1971). No entanto, algumas cooperativas de crédito exigem especificações adicionais, como conhecimentos técnicos específicos ou tempo mínimo como membro, sob justificativa de filtrar candidatos capacitados e identificados (Banco Central do Brasil, 2008). Mesmo bem-intencionadas, essas exigências reduzem a competição nas eleições. Conselheiros com função executiva são menos pressionados pelas eleições e podem extrair benefícios privados. Conselheiros sem função executiva, que escolhem e monitoram os diretores, têm menos incentivos para exercer adequadamente suas funções. Tornam-se lenientes com a gestão, que, inclusive, pode influenciar quem deve ser candidato ao conselho. Além disso, podem buscar benefícios privados junto aos gestores (Hermalin & Weisbach, 1998). Com poucas alternativas, os membros seriam desincentivados a votar nas eleições, protegendo os gestores.

Já $k = 2$ considera a ausência de um prazo formal para a devolução das quotas dos membros. A Lei n. 5764 (1971) estabelece que o valor em quotas deve ser devolvido após o membro solicitar o resgate, mas o prazo é determinado por cada cooperativa de crédito. Visando resguardar a estabilidade financeira, é comum que cooperativas apontem no estatuto que o prazo depende do julgamento dos conselheiros ou diretores. De fato, a estabilidade financeira é uma preocupação recorrente nas cooperativas (Hart & Moore, 1996). Porém, sem um prazo formal, a gestão passa a controlar um mecanismo que deveria pressioná-la. Além disso, os membros seriam desincentivados a, individualmente, solicitarem o resgate de suas quotas já que não existe qualquer previsão para o reembolso. Em ambas as situações, a gestão é protegida.

Além da associação ao *spread* bancário deliberado, foi investigada a frequência das cláusulas e em cada sistema cooperativista de crédito, juntamente com estatísticas das afiliadas a cada sistema. Isso se deve ao fato de que as cooperativas de crédito são instituições financeiras que seguem regras impostas ou sugeridas pelos órgãos reguladores, sendo os possíveis reguladores no caso brasileiro: o Banco Central e o sistema ao qual é afiliada (Pinheiro, 2008; Gorton & Schmid, 1999). Se o Banco Central exerce regulação sobre todas as cooperativas, cada um dos sistemas, que são compostos por cooperativas de origem e características similares, é independente para delimitar suas regras sobre as afiliadas. Portanto, investigar os sistemas permite analisar características em torno das cláusulas. Para reforçar essa análise, foram realizados testes χ^2 (ou F), com hipótese nula de independência das médias (ou frequências) aos sistemas.

Para a variável S , foi atribuído valor 1 quando o estatuto da cooperativa de crédito i prevê em seu estatuto tanto o Conselho de Administração quanto a Diretoria Executiva, e apenas um de seus conselheiros tem função executiva (também é diretor); 0 caso contrário. A segunda condição se deve ao fato de que todas as cooperativas com Conselho de Administração e Diretoria Executiva previam dualidade de cargos para ao menos um de seus diretores. Portanto, esse é o máximo de separação observada entre os órgãos (Fama & Jensen, 1983).

3.2.4. Variáveis de controle

Além do interesse em benefícios privados, deliberações dependem da habilidade gerencial dos gestores. Assim, D^* é composto pelos indicadores financeiros PEARLS determinantes à insolvência das cooperativas de crédito identificados por Bressan et al. (2011). Assumiu-se que o risco de insolvência foi determinado pela habilidade da gestão. $P2$ é a razão das operações de crédito vencidas pelo total das operações de crédito, representando o risco das operações. $E1$, $E3$ e $E4$ são a estrutura financeira da cooperativa, sendo as proporções de operações de crédito líquidas, capital social e reservas, respectivamente, em relação ao ativo total. $A3$ é a qualidade dos ativos, calculado como a divisão dos ativos não relacionados à produção de serviços bancários pelo ativo total. $R5$, $R6$ e $R11$ são, respectivamente, as razões entre a margem bruta e o ativo total, as despesas operacionais e o ativo total, e as rendas de prestação de serviços e as despesas administrativas, para controle das taxas de retorno e dispêndios. O asterisco em D^* denota que os indicadores passaram pelo mesmo tratamento dado ao *spread*, sendo termos de erro de regressões em função do mesmo H usado em (4), pois também são determinados por características como tamanho e regulação sistêmica.

3.3. ESPECIFICAÇÕES ECONOMETRICAS

As regressões de (1) e (2) foram estimadas por MQOE para todas as observações de anos sob os estatutos analisados; e por mínimos quadrados ordinários (MQO) para observações apenas de 2016. O uso de MQOE se justifica porque, por hipótese deste trabalho, a deliberação dos gestores depende da proteção das cláusulas e , sendo uma característica intrínseca de cada cooperativa nos anos em que está sob o mesmo estatuto. Regressões de dados em painel com efeitos fixos ou efeitos aleatórios, pela natureza dessas estimações, mitigariam características intrínsecas de cada cooperativa dos resultados, capturando o efeito das cláusulas sobre o *spread* bancário.³ Já MQO verificou a robustez dos resultados de MQOE, devido à possível autocorrelação dos resíduos de uma mesma cooperativa (Cameron & Trivedi, 2005).

Para a validade das estimações, foi conduzida uma análise de correlação entre os controles D^* e as cláusulas e . Todos os coeficientes de correlação identificados são fracos ($<0,15$; a maioria $<0,05$), indicando que a colinearidade é ínfima. Também foi conduzido o teste de Shapiro-Wilk sobre os termos de erro obtidos em estimações preliminares de (1) e (2), além de análises gráficas associando os termos de erro preliminares aos valores de *sp_an* observados e previstos na estimação preliminar. Como as análises sugerem heterocedasticidade, foram utilizados erros-padrão robustos para gerar os resultados (Cameron & Trivedi, 2005).

³ As cláusulas seriam, inclusive, omitidas em regressões em painel com efeitos fixos, pois, nos dados deste trabalho, não variam entre os anos de uma cooperativa.

4. RESULTADOS

A Tabela 1 contém a descrição das cooperativas de crédito da amostra, utilizando dados de 2016. São as frequências das cláusulas e estatísticas das variáveis que compõem H (médias e desvio-padrão; frequência para a especialização em crédito rural), que caracterizam as cooperativas. As cooperativas também foram agrupadas de acordo com a afiliação a um dos maiores sistemas cooperativistas de crédito, que são Sicoob, Cresol e Sicredi, além de um grupo para as afiliadas a outros sistemas e um para as independentes. Também é apresentada a mediana do valor mínimo exigido em quotas para associação estipulado em estatuto (quando não variável), por se tratar de um incentivo direto aos membros para usarem os seus direitos. São medianas devido à concentração dos valores na cauda inferior da distribuição.

A partir da Tabela 1, é possível observar que as restrições para candidaturas ($k = 1$; 57,30%) são mais frequentes do que a ausência de um prazo para a devolução de quotas ($k = 2$; 29,83%). Essas restrições são bastante comuns entre as afiliadas à Sicoob e à Sicredi (71,46% e 79,83%), e pouco frequentes nas afiliadas à Cresol (15,48%). O contrário ocorre quanto às cláusulas sobre a devolução de quotas, que são comuns na Cresol (38,71%), e principalmente nas independentes (51,67%), mas não na Sicoob e na Sicredi (20,71% e 18,49%). Importante destacar que os testes de independência rejeitaram a hipótese nula para ambas as cláusulas ($\chi^2(4) = 193,62$ para $k = 1$ e $\chi^2(4) = 74,22$ para $k = 2$, p-valores < 0,01), sugerindo dependência de suas frequências aos sistemas cooperativistas. A dependência pode ser efeito da influência da regulação dos sistemas sobre as cooperativas, como a estipulação de regras estatutárias relacionadas aos direitos de membro (Karpoff & Wittry, 2018; La Porta et al., 2000).

Tabela 1

Descrição da amostra e dos grupos pela afiliação a um sistema cooperativista de crédito

	Geral	Sicoob	Cresol	Sicredi	Outros	Indep.	χ^2 ou F
Limites a Candidaturas ($k = 1$)	57,30% (463)	71,46% (283)	15,48% (24)	79,83% (95)	58,97% (46)	25,00% (15)	193,62*** (4)
Limites a Devolução de Quotas ($k = 2$)	29,83% (241)	20,71% (82)	38,71% (60)	18,49% (22)	58,97% (46)	51,67% (31)	74,22*** (4)
Ativo (R\$/milhão)	309,98 (622,37)	280,63 (594,78)	58,09 (52,37)	776,95 (751,47)	399,86 (836,58)	111,35 (465,30)	85,98*** (4, 803)
Dependências	5,91 (8,32)	5,34 (6,82)	2,52 (2,05)	13,54 (12,10)	6,64 (10,04)	2,32 (6,01)	55,26*** (4, 803)
Especialização (Crédito Rural = 1)	18,07% (146)	3,28% (13)	75,48% (117)	0,00% –	3,85% (3)	21,67% (13)	441,05*** (4)
Custo para Associação (R\$) ^a	30,00	95,00	20,00	20,00	100,00	100,00	
Observações	808	396	155	119	78	60	

Nota. Indep. contém as cooperativas independentes. Abaixo das frequências, entre parênteses, estão as quantidades, das médias estão os desvios-padrão, e de χ^2 ou F estão os seus graus de liberdade.

Fonte: Os autores.

^a Medianas para as 779 cooperativas cujo custo para associação não era variável no estatuto de 2016.

*** p-valor < 0,01

Os testes também apontam para a dependência das variáveis H em relação aos sistemas cooperativistas de crédito, permitindo caracterizá-los com base nas cooperativas afiliadas. Por exemplo, Sicoob e Sicredi, que apresentam a maior frequência de cláusulas relacionadas a candidaturas, são os sistemas com cooperativas de maior porte (R\$ 280,63 milhões e R\$ 776,95 milhões de ativo total, em média). Desconsiderando as afiliadas aos outros sistemas, visto que cada um deles é composto por poucas cooperativas, Sicoob e Sicredi também abrigam as cooperativas de maior complexidade (5,34 e 13,54 dependências, em média), não sendo especializadas em apenas um tipo de serviço (3,28% das cooperativas da Sicoob eram, até então, especializadas em crédito rural, enquanto nenhuma da Sicredi tinha essa especialização).

Porte e complexidade requerem maior capacitação e especialização da gestão, alinhando-se as justificativas para as exigências aos candidatos. Mesmo conselheiros sem função executiva precisam ser capacitados para monitorar os gestores de cooperativas grandes e complexas (Fama & Jensen, 1983).

A Cresol é caracterizada por cooperativas pequenas e de menor complexidade comparadas às demais (em média, R\$ 58,09 milhões em ativo total e 2,52 dependências, com 75,48% especializadas em crédito rural). Devido ao pequeno porte e à especialização, podem estipular menos exigências técnicas para candidatos, refletindo na baixa frequência de $k = 1$ (15,48%). Sendo pequenas e dependentes de um serviço, porém, são mais impactadas pela retirada de quotas. Essa lógica é reforçada pelo caso das independentes, que em média são menores que Sicoob e Sicredi, e que têm frequência de $k = 2$ ainda mais alta do que a da Cresol (51,67%). Nas independentes, além do porte pequeno, não há um sistema ao qual possam recorrer em caso de dificuldades financeiras. Isso justifica limitar a devolução de quotas para garantir a estabilidade financeira (Gorton & Schmid, 1999; Fama & Jensen, 1983). Destaca-se que o custo para associação nas independentes é mais caro que na Cresol (medianas de R\$ 100 e R\$ 20), sugerindo que a integralização de quotas seja importante financeiramente.

A partir da Tabela 1, portanto, é possível sugerir a existência de influência dos sistemas na definição de cláusulas que potencialmente desincentivam os membros a usarem os seus direitos. Ainda que sejam cláusulas bem-intencionadas, justificadas pelas características e necessidades das cooperativas que as estabelecem. Esse entendimento é reforçado pelo coeficiente de correlação de -0,301 entre e_{11} e e_{12} , que sugere que as cláusulas sejam substitutas. Ou as cooperativas são grandes e mais complexas, exigindo especificações técnicas e identificação para novos candidatos, ou são pequenas e mais suscetíveis a dificuldades financeiras, buscando reter quotas membros como meio de garantia de estabilidade.

Na Tabela 2 estão os resultados das estimações de (4). Abaixo dos coeficientes, entre parênteses, estão os seus erros-padrão robustos. Os coeficientes das restrições para candidaturas apresentam sinal positivo nas duas estimações (0,007 em MQOE [1]; e 0,010 em MQO [2], p-valores < 0,05), indicando que permitam à gestão deliberar *spreads* bancários mais altos do que poderia. Seguindo estudos como os de Donaldson et al. (2020), Anginer et al. (2018) e Bebchuk et al. (2009), aplicados a empresas listadas, seria o caso de gestores demasiadamente protegidos contra a pressão das eleições, pois há pouca concorrência. Seria um caso de entrincheiramento gerencial nas cooperativas de crédito, com a gestão protegida para extrair benefícios privados sem maiores preocupações com a reputação junto aos membros (Cremers & Ferrell, 2014). O resultado reforça a importância de se assegurar eleições competitivas para que os membros possam exercer controle e redirecionar as suas cooperativas quando entenderem ser necessário (Banerjee et al., 2001). Além disso, diverge de Gorton e Schmid (1999) e Rasmusen (1988), dos quais se poderia

questionar a eficácia da disciplina das eleições sobre a gestão, devido ao elevado custo da tomada de decisão coletiva e ao baixo investimento dos membros.

Tabela 2

Resultados para as estimações de (4) por MQOE e MQO

	MQOE (1)	MQO (2)
Limites a Candidaturas (e_1)	0,007** (0,003)	0,010** (0,004)
Limites a Devolução de Quotas (e_2)	-0,007** (0,003)	-0,001 (0,004)
P2* (risco)	-0,015 (0,015)	-0,003 (0,023)
E1* (estrutura financeira)	-0,140*** (0,022)	-0,153*** (0,037)
E3* (estrutura financeira)	-0,039 (0,024)	-0,016 (0,039)
E4* (estrutura financeira)	0,232*** (0,038)	0,108 (0,079)
A3* (qualidade dos ativos)	0,169*** (0,063)	-0,120 (0,151)
R5* (rentabilidade)	0,392*** (0,091)	0,512*** (0,188)
R6* (rentabilidade)	0,597*** (0,057)	0,688*** (0,092)
R11* (rentabilidade)	-0,106*** (0,025)	-0,112*** (0,039)
Dummies para controle do ano ^a	Sim	Não
Constante	0,005 (0,038)	-0,005 (0,004)
Observações	1.838	808
R ²	0,378	0,387
Estatística F	14,52*** (17, 1820)	23,09*** (10, 797)

Nota. MQOE (1) utiliza observações de todos os anos entre a aprovação do estatuto e 2016, e MQO (2) utiliza observações apenas de 2016. Entre parênteses, abaixo dos coeficientes estão os seus erros-padrão robustos, e abaixo das estatísticas F estão os seus graus de liberdade. O asterisco junto aos indicadores indica que são termos de erro de uma regressão MQO em função de determinantes.

Fonte: Os autores.

^a Omitido em MQO (2), pois utiliza dados de apenas um ano.

*** p-valor<0,01, ** p-valor<0,05

Ainda que sejam bem-intencionadas, as exigências para os candidatos têm o efeito adverso de limitar a possibilidade de trocar conselheiros e diretores, mesmo quando necessário. Embora à primeira vista o efeito dos coeficientes de e_1 pareça pequeno, ele representa uma parcela importante do *spread* deliberado pela gestão. A análise da distribuição de *sp_an* aponta que cerca de 45% (do percentil 50 até o 95) das cooperativas com $k = 1$ tiveram *spread* deliberado entre zero e 0,110 em

2016. Isso implica que, nas cooperativas com essas cláusulas, pelo menos 9,09% ($\approx 0,010 \div 0,110$) do *spread* excessivo teriam origem na proteção contra as eleições. Como o mercado é um parâmetro natural de precificação, os gestores não podem desviar muito das taxas de concorrentes, pois os membros buscariam alternativas à cooperativa (Jensen, 1986). Atribuir cerca de 9% do *spread* excessivo à proteção contra as eleições significa uma folga razoável para a gestão deliberar taxas menos vantajosas do que o possível.

Já os resultados para a ausência de um prazo para reembolsar quotas aos membros são mistos. Embora os coeficientes negativos possam sugerir, a princípio, que a cláusula beneficie as cooperativas, pois estaria associada a menores *spreads* deliberados, a variável só apresentou significância em MQOE (1) (-0,007, p-valor<0,05; em MQO [2], -0,001, p-valor>0,10). O efeito de e_2 sobre o *spread* não é claro, o que pode, em parte, ser explicado pelo custo para associação nas cooperativas de crédito. Conforme a Tabela 1, a mediana desse custo era apenas R\$ 30 em 2016; sendo a maior mediana R\$ 100. Os membros podem ser indiferentes quanto ao reembolso das suas quotas, pois têm pouco a receber. Assim, haveria pouca utilidade do resgate de quotas como ferramenta de disciplina, o que se alinha à sugestão de Fama e Jensen (1983). Especificamente para as cooperativas pequenas e especializadas, talvez seja mais útil limitar o resgate do que formalizar um prazo aos membros, visando assegurar a estabilidade financeira, pois é comum enfrentarem problemas quanto à capitalização (Hart & Moore, 1996).

A Tabela 3 contém os resultados das estimações de (5), com erros-padrão robustos.

Tabela 3

Resultados para as estimações de (5) por MQOE e MQO

	MQOE (3)	MQO (4)
Limites a Candidaturas (e_1)	0,009*** (0,003)	0,013*** (0,004)
Limites à Devolução de Quotas (e_2)	-0,005 (0,003)	0,001 (0,004)
Separação e Limites a Candidaturas ($S \times e_1$)	-0,022** (0,010)	-0,029* (0,016)
Separação e Limites à Devolução de Quotas ($S \times e_2$)	-0,008 (0,007)	-0,019 (0,012)
Separação de Conselho e Diretoria (S)	0,023** (0,010)	0,034** (0,017)
P2* (risco)	-0,013 (0,015)	-0,004 (0,023)
E1* (estrutura financeira)	-0,139*** (0,021)	-0,153*** (0,037)
E3* (estrutura financeira)	-0,042* (0,024)	-0,019 (0,039)
E4* (estrutura financeira)	0,229*** (0,038)	0,106 (0,079)
A3* (qualidade dos ativos)	0,168*** (0,063)	-0,123 (0,150)
R5* (rentabilidade)	0,393*** (0,091)	0,518*** (0,189)

Tabela 3
Cont.

14

	MQOE (3)	MQO (4)
R6* (rentabilidade)	0,597*** (0,057)	0,686*** (0,093)
R11* (rentabilidade)	-0,107*** (0,024)	-0,113*** (0,039)
Dummies para controle do ano ^a	Sim	Não
Constante	0,002 (0,039)	-0,009** (0,004)
Observações	1.838	808
R ²	0,381	0,393
Estatística F	12,98*** (20, 1817)	18,37*** (13, 794)

Nota. MQOE (3) utiliza observações de todos os anos entre a aprovação do estatuto e 2016, e MQO (4) utiliza observações apenas de 2016. Entre parênteses, abaixo dos coeficientes estão seus erros-padrão robustos, e abaixo das estatísticas F estão seus graus de liberdade. O asterisco junto aos controles indica que as variáveis são termos de erro de uma regressão MQO do indicador em função de determinantes.

Fonte: Os autores.

^a Omitido em MQO (4) por considerar apenas um ano.

*** p-valor<0,01, ** p-valor<0,05, * p-valor<0,10

Em ambas as estimações de (5), há significância e sinal negativo para a moderação de S , sobrepondo os coeficientes de e_1 (-0,022 em MQOE [3], p-valor<0,05; e -0,029 em MQO [4], p-valor<0,10). Isso sugere que a independência e a especialização dos conselheiros em suas funções, separados dos diretores, podem vir a atenuar o efeito da proteção à gestão contra as eleições. Contudo, quando se somam os coeficientes de S , e_1 e $S \times e_1$, todos significantes nas duas estimações, são encontrados valores maiores do que zero (0,010 = 0,023+0,009-0,022 em MQOE [3] e 0,018 = 0,034+0,013-0,029 em MQO [4]). Ou seja, mesmo que a separação de conselheiros e diretores venha a efetivamente diminuir o efeito da proteção à gestão pelas exigências a candidatos, seu efeito líquido é aumentar o *spread* bancário deliberado.

Vale ressaltar que separar conselheiros e diretores em órgãos distintos gera custos de governança e de coordenação, que também têm efeito sobre o *spread* (Fama & Jensen, 1983). Esses custos podem estar representados nos coeficientes de S (0,023 e 0,034 em MQOE [3] e MQO [4], p-valores<0,05). Também é importante destacar que e_1 se refere à exigência para candidaturas ao cargo de conselheiro. A literatura indica que, com o tempo, conselheiros protegidos, mesmo independentes, tendem a se tornar lenientes ou influenciados pelos gestores que deveriam monitorar. É possível também que visem benefícios privados em conjunto com a gestão (Hermalin & Weisbach, 1998). Nesse caso, existindo restrições para candidatos nas eleições, o efeito da interação seria mais decorrente da especialização e experiência da gestão nas atividades executivas e dos conselheiros na escolha de projetos do que da melhora no monitoramento sobre os gestores (Fama & Jensen, 1983). Portanto, quando $S \times e_1 = 1$, a proteção não estaria apenas no coeficiente de e_1 , mas também em parte sendo capturada por S .

Os resultados da Tabela 3 implicam que separar conselheiros e diretores em órgãos distintos pode trazer benefícios em termos de especialização, mas não garante melhorias no monitoramento do comportamento dos gestores. Como há o risco de os conselheiros se tornarem ineficazes com a proteção e o tempo passado no cargo, é importante que as eleições sejam competitivas para que os membros possam promover mudanças caso entendam ser necessário (Banerjee et al., 2001; Hermalin & Weisbach, 1998). Como não há significância para e_2 e sua interação com S , os resultados reforçam a ineficácia da devolução de quotas como ferramenta de disciplina sobre os gestores da cooperativa (Fama & Jensen, 1983), também reforça que possíveis ganhos aos membros quanto à estabilidade financeira não sejam garantidos.

5. CONCLUSÃO

Esse trabalho investigou se os direitos de membro de votar e resgatar quotas são eficazes para disciplinar a gestão das cooperativas de crédito brasileiras. O efeito de cláusulas estatutárias que desincentivam o uso desses direitos pelos membros foi testado sobre o *spread* bancário deliberado nas cooperativas, que reflete as escolhas dos gestores. Foi encontrado que cláusulas restringindo candidaturas em eleições, mesmo bem-intencionadas e justificadas por características das cooperativas, entrincheiram a gestão. Aperfeiçoar a governança corporativa, separando conselheiros e diretores, pode não compensar a proteção dos gestores se há pouca competição nas eleições. Já o controle a partir do resgate de quotas não tem eficácia.

Os resultados trazem implicações para a teoria e a prática. Para a teoria, as evidências destacam que o voto dos membros faz diferença nas cooperativas de crédito, sendo um contraponto a trabalhos que o sugerem como um instrumento de controle previsto pela lei, mas com eficácia limitada para disciplinar os gestores. Mesmo que o voto nas cooperativas esteja pulverizado dentro de estruturas de propriedade dispersas, trata-se de uma ferramenta relevante para a governança corporativa com a qual os membros podem promover mudanças quando necessário. As pesquisas sobre cooperativas, assim, podem considerar as características do voto tão, ou mais, importantes do que os mecanismos internos de governança corporativa.

Para a prática, como foi identificado que os sistemas cooperativistas de crédito influenciam as cláusulas investigadas, pode-se sugerir que busquem proteger e aprimorar os direitos de membro, notadamente quanto ao voto. Entende-se que os reguladores devem garantir que o setor cresça de forma sustentável, o que passa por garantir aos membros que tenham meios para fazer os seus interesses serem atendidos. Os sistemas também podem promover a capacitação de eventuais membros que tenham interesse em disputar cargos nas eleições, promovendo competição sem abrir margem para possíveis candidaturas oportunistas.

Embora sejam reconhecidas algumas limitações, principalmente o fato de não ter sido possível controlar o nível de autoridade da gestão, entende-se que este trabalho possa pautar pesquisas futuras. Além dessa associação entre a autoridade e a proteção da gestão, pesquisas podem se aprofundar em características das eleições, como as modalidades direta ou indireta através de representantes, que podem determinar o interesse de uso do controle pelos membros. Estudos de eventos também podem investigar outras decisões tomadas através do voto, como as incorporações e as mudanças nos estatutos, que não foram exploradas neste trabalho já que os estatutos seguem as mesmas regras, ou ainda fatores associados à liquidez das quotas.

- Anginer, D., Demirguc-Kunt, A., Huizinga, H., & Ma, K. (2018). Corporate governance of banks and financial stability. *Journal of Financial Economics*, 130(2), 327–346. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.06.011>
- Armour, J. (2020). Shareholder rights. *Oxford Review of Economic Policy*, 36(2), 314–340. <https://doi.org/10.1093/oxrep/graa005>
- Banco Central do Brasil. (2008). *Governança corporativa: Diretrizes para boas práticas de governança em cooperativas de crédito*. https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/gov_coop/DiretrizesVersaoCompleta.pdf
- Banco Central do Brasil. (2022). *Panorama do Sistema Nacional de Crédito Cooperativo*. <https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/coopcredpanorama/Panorama%20do%20Sistema%20Nacional%20de%20Cr%C3%A9dito%20Cooperativo%20V2.pdf>
- Banerjee, A., Besley, T., & Guinnane, T. (1994). Thy neighbor's keeper: The design of a credit cooperative with theory and a test. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(2), 491–515. <https://doi.org/10.2307/2118471>
- Banerjee, A., Mookherjee, D., Munshi, K., & Ray, D. (2001). Inequality, control rights, and rent seeking: Sugar cooperatives in Maharashtra. *Journal of Political Economy*, 109(1), 138–190. <https://doi.org/10.1086/318600>
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *The Review of Financial Studies*, 22(2), 783–827. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn099>
- Bressan, V., Braga, M., Bressan, A., & Resende Filho, M. (2011). Uma aplicação do sistema PEARLS às cooperativas de crédito brasileiras. *Revista de Administração*, 46(3), 258–274. <https://doi.org/10.1590/S0080-21072011000300005>
- Brickley, J., Smith, C., & Zimmerman, J. (2015). *Managerial economics and organizational architecture* (6th ed.). McGraw-Hill Education.
- Cameron, A., & Trivedi, P. (2005). *Microeconometrics: Methods and applications*. Cambridge University Press.
- Canassa, B., Costa, D., & Bonacim, C. (2022). Transformations in the ownership structure of credit unions: Banking service rates and the expectations of members and directors. *Brazilian Business Review*, 19(6), 607–625. <https://doi.org/10.15728/bbr.2022.19.6.2.en>
- Chang, X., & Zhang, H. (2015). Managerial entrenchment and firm value: A dynamic perspective. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(5), 1083–1103. <https://doi.org/10.1017/S0022109015000423>
- Complementary Law No. 196, August 22th, 2022. Altera a Lei Complementar nº 130, de 17 de abril de 2009 (Lei do Sistema Nacional de Crédito Cooperativo), para incluir as confederações de serviço constituídas por cooperativas centrais de crédito entre as instituições integrantes do Sistema Nacional de Crédito Cooperativo e entre as instituições a serem autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; e dá outras providências. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LCP/Lcp196.htm
- Cremers, M., & Ferrell, A. (2014). Thirty years of shareholder rights and firm value. *The Journal of Finance*, 69(3), 1167–1196. <https://doi.org/10.1111/jofi.12138>
- Donaldson, J., Malenko, N., & Piacentino, G. (2020). Deadlock on the board. *The Review of Financial Studies*, 33(10), 4445–4488. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa006>

- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537–600. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- Gorton, G., & Schmid, F. (1999). Corporate governance, ownership dispersion and efficiency: Empirical evidence from Austrian cooperative banking. *Journal of Corporate Finance*, 5(2), 119–140. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(98\)00019-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(98)00019-4)
- Grossman, S., & Hart, O. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), 691–719. <https://doi.org/10.1086/261404>
- Hansmann, H. (1996). *The ownership of enterprise*. The Belknap Press of Harvard University Press.
- Hart, O., & Moore, J. (1990). Property rights and the nature of the firm. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1119–1158. <https://doi.org/10.1086/261729>
- Hart, O., & Moore, J. (1996). The governance of exchanges: Members' cooperatives versus outside ownership. *Oxford Review of Economic Policy*, 12(4), 53–69. <https://doi.org/10.1093/oxrep/12.4.53>
- Hart, O., & Moore, J. (1998). Cooperatives vs. outside ownership (Working Paper n. 6421). *National Bureau of Economic Research*. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w6421/w6421.pdf
- Hayes, A. (2018). *Introduction to mediation, moderation, and conditional process analysis: A regression-based approach* (2nd ed.). The Guilford Press.
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *The American Economic Review*, 88(1), 96–118. <https://www.jstor.org/stable/116820>
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Karpoff, J., & Wittry, M. (2018). Institutional and legal context in natural experiments: The case of state antitakeover laws. *The Journal of Finance*, 73(2), 657–714. <https://doi.org/10.1111/jofi.12600>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Law No. 5764, December 16th, 1971. Define a Política Nacional de Cooperativismo, institui o regime jurídico das sociedades cooperativas, e dá outras providências. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L5764.htm
- Leggett, K., & Strand, R. (2002). Membership growth, multiple membership groups and agency control at credit unions. *Review of Financial Economics*, 11(1), 37–46. [https://doi.org/10.1016/S1058-3300\(01\)0003](https://doi.org/10.1016/S1058-3300(01)0003)
- Pinheiro, M. (2008). *Cooperativas de crédito: História da evolução normativa no Brasil* (6th ed.). BCB.
- Rasmusen, E. (1988). Mutual banks and stock banks. *The Journal of Law and Economics*, 31(2), 395–421. <https://doi.org/10.1086/467162>
- Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58, 650–699. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.010>

- Resolution No. 4434, August 15th, 2015*. Dispõe sobre a constituição, a autorização para funcionamento, o funcionamento, as alterações estatutárias e o cancelamento de autorização para funcionamento das cooperativas de crédito e dá outras providências. https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/48507/Res_4434_v1_O.pdf
- Rubin, G., Overstreet, G., Beling, P., & Rajaratnam, K. (2013). A dynamic theory of the credit union. *Annals of Operations Research*, 205, 29–53. <https://doi.org/10.1007/s10479-012-1246-7>
- Straska, M., & Waller, H. (2014). Antitakeover provisions and shareholder wealth: A survey of the literature. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(4), 933–956. <https://doi.org/10.1017/S0022109014000532>

CONTRIBUIÇÕES DE AUTORIA

Os autores contribuíram em todas as etapas do trabalho.

FINANCIAMENTO

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

CONFLITO DE INTERESSE

Declaramos não haver conflito de interesse.

EDITOR-CHEFE

Talles Vianna Brugni 

EDITOR ASSOCIADO

Lucas Godeiro 