

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

MARIANA VIGNOLLI DE ABREU

**A INFLUÊNCIA DO GRAU DE INTERNACIONALIZAÇÃO NO VALOR DE  
MERCADO DOS BANCOS BRASILEIROS**

Uberlândia

2018

MARIANA VIGNOLLI DE ABREU

**A INFLUÊNCIA DO GRAU DE INTERNACIONALIZAÇÃO NO VALOR DE  
MERCADO DOS BANCOS BRASILEIROS**

Artigo apresentado ao Instituto de Economia e  
Relações Internacionais da Universidade Federal  
de Uberlândia, como requisito para obtenção do  
título de bacharel em Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Dr. Cristiano Augusto Borges Forti

Uberlândia

2018

**MARIANA VIGNOLLI DE ABREU**

**A INFLUÊNCIA DO GRAU DE INTERNACIONALIZAÇÃO NO VALOR DE  
MERCADO DOS BANCOS BRASILEIROS**

Artigo apresentado ao Instituto de Economia e  
Relações Internacionais da Universidade Federal  
de Uberlândia, como requisito para obtenção do  
título de bacharel em Relações Internacionais.

**Banca Examinadora**

**23 de novembro de 2018**

---

**Prof. Dr. Cristiano Augusto Borges Forti – Orientador**  
**Universidade Federal de Uberlândia – FAGEN**

---

**Prof. Dr. Filipe Almeida do Prado Mendonça**  
**Universidade Federal de Uberlândia – IERI**

---

**Prof. Dr. Vinícius Silva Pereira**  
**Universidade Federal de Uberlândia – FAGEN**

## **RESUMO**

Tendo em vista a recente fase de globalização, cresce a demanda pela internacionalização de serviços como a intermediação financeira e cresce, paralelamente, a competitividade no mercado. Passa a ser importante para os bancos tomarem estratégias que possam agregar valor e que possam trazer vantagens competitivas às suas instituições. Sabendo da escassez e da importância de trabalhos acadêmicos que versam sobre a internacionalização bancária, o presente estudo avaliou, através da aliança entre a área de Banking e Relações Internacionais, a relação que se estabelece entre o grau de internacionalização e o valor de mercado de bancos durante os anos de 2001 a 2012. Foi empregado o método de procedimento Método dos Momentos Generalizado (MMG) como modelo de painel de dados para mitigar os possíveis problemas estatísticos. Sendo assim, ao utilizar o método MMG e concluir a conexão entre essas duas variáveis durante os anos escolhidos, pode-se trazer uma generalização para os demais casos, estabelecendo se é interessante ou não a tomada de decisão para internacionalização de um banco com base no seu valor de mercado.

**Palavras-chave:** Internacionalização; Valor de Mercado; Valuation; Globalização; Bancos.

## **1 INTRODUÇÃO**

Bancos são os responsáveis por intermediar as transações financeiras e sua relevância pode ser acompanhada pela história de suas instituições e a importância dada às funções básicas que os bancos desempenham. Indivíduos e empresas, sejam em atividades simples, seja transferir dinheiro ou pagar salários, como também financiar uma casa ou abrir uma nova filial, provam que bancos são essenciais à sociedade (OLIVEIRA; PACHECO, 2011).

Historicamente, essa essencialidade se colocou presente. Em 1808, com a vinda da Família, foi criado o primeiro Banco do Brasil, iniciando a existência de bancos no Brasil (CONFEDERAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS, 2018). Ao ser o responsável pela autorização do funcionamento dos bancos no Brasil, o Banco Central do Brasil (BACEN) conta hoje com 154 bancos no seu relatório de bancos em funcionamento do mês de outubro de 2018; destacando a magnitude do crescimento desse setor no território nacional (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018).

O serviço prestado pelos bancos pode, muitas vezes, ultrapassar a fronteira nacional e atender a demandas em outro lugar do mundo. Em razão do acelerado ritmo da globalização a partir de 1980, há um aumento dessa demanda por internacionalização desse serviço e necessidade do banco em estar mais “perto” do seu cliente (BIANCHI, 2012). Ao mesmo tempo em que essa demanda cresce, o mercado fica ainda mais competitivo fazendo com que as empresas busquem se colocar como mais atraentes no mercado. Nesse momento, a transposição de fronteiras pelas corporações se caracteriza como uma vantagem competitiva em relação aos concorrentes dentro do mercado (GELEILATE; FORTE, 2012).

Diferentemente de outras empresas, os bancos enfrentam maiores dificuldades para se internacionalizar. O processo de internacionalização dos mesmos não é possível através de exportação de produtos, mas deve se realizar através de um investimento no local em que este deseja expandir. Esse método de internacionalização explica o porquê dos bancos enfrentarem maiores riscos na internacionalização que outras empresas, pois ao exportar para um determinado país, as empresas estão aumentando o seu aprendizado em relação a aquele novo mercado e como consequência, aumentando sua experiência em se internacionalizar; não sendo

essa a realidade dos bancos no processo de internacionalização (JUMPPONEN; LIUHTO; SÖRG; VENSEL, 2004)

Sabendo que o risco para os bancos se internacionalizarem é maior que outras empresas, a discussão recai agora em relação aos motivos que levariam os bancos a quererem se internacionalizar apesar do risco. Em sua tese, Almeida (2012), compõe uma síntese das razões que levariam uma instituição se internacionalizar. Entre elas: diversificação de riscos, limitações do mercado doméstico, acompanhamento de clientes e aproveitamento do dinamismo do mercado externo. De todo modo, são muitos os motivos que levam um banco a se internacionalizar, assumir o risco e contar vantagem em relação aos seus concorrentes.

Ao adquirir algum grau de internacionalização é importante para as corporações medirem o impacto da atuação internacional nos seus negócios. Apesar dos benefícios da internacionalização serem difíceis de mensurar diretamente, diversos bancos vem utilizando o valor de mercado para essa tarefa; sendo assim, essa forma de atribuir valor à internacionalização deve oferecer vantagens. A área de Valuation é a responsável por estudar essa temática de avaliação do valor de empresas. Avaliar o valor de uma empresa é uma tarefa complexa, porém necessária para guiar o processo de tomada de decisão das mesmas (COSTA; COSTA; ALVIM, 2011).

Dentro do campo de Valuation, existem inúmeras formas de se calcular o valor de uma empresa, podendo ser feito desde a avaliação patrimonial até a avaliação com base no lucro econômico. A forma de avaliação do valor dos bancos dessa pesquisa será através do valor de mercado obtido pela divisão do valor de mercado pelo ativo total dos bancos. O valor de mercado seria uma forma de mensurar quanto foi a influência da internacionalização do banco no valor de mercado desse mesmo banco. Ao pensar essa relação entre as duas variáveis, foi encontrada a oportunidade de se pesquisar: **Qual a influência do grau de internacionalização no valor de mercado do setor bancário?**

Mesmo que se acredite que quanto maior o grau de internacionalização dos bancos, maior é o valor de mercado, a literatura ainda é muito defasada nos estudos desse objeto, logo, esse trabalho pode agregar com um pensamento novo. Além de contribuir com a área de Relações Internacionais e de Banking academicamente, essa pesquisa contribui com o setor

bancário de maneira que os próprios bancos podem usufruir dela como peso na sua decisão de se internacionalizar.

Ao investigar o problema trazido, a área de Valuation contribui com o conceito que fundamentará a hipótese desta pesquisa. O conceito de Gestão Baseada em Valor tem se difundido dentro das corporações e organizações, sendo por essas legitimado (ASSAF NETO, 2017).

O modelo empresarial de gestão baseada no valor [...] é um conceito amplo e tem como objetivo central a maximização da riqueza dos proprietários de capital, expressa no preço de mercado de ações. O sucesso de um empreendimento é medido pela sua capacidade de adicionar riqueza aos seus acionistas dentro de um horizonte indeterminado de tempo, e não entendido dentro de uma visão efêmera dos resultados, muitas vezes consequência de variáveis que não se repetirão no futuro. O modelo de valor prioriza essencialmente o longo prazo, a continuidade da empresa, sua capacidade de competir, ajustar-se aos mercados em transformação e agregar riqueza aos seus proprietários. (ASSAF NETO, 2017, p. 12).

Dessa maneira, esse modelo de gestão tem como finalidade mobilizar internamente uma corporação para que todas as suas funções se voltem para a criação de valor (ASSAF NETO, 2017). Visto que essa prática tem crescido dentro das organizações, pode-se argumentar que as decisões empresariais são em grande parte voltadas para agregar valor à empresa, sendo assim, a tomada de decisão de se internacionalizar, ou seja, de aumentar seu grau de internacionalização faria com que, conseqüentemente, o valor de mercado dessa companhia também aumentasse. Portanto, a hipótese levantada é de que quanto maior o grau de internacionalização de um banco maior o seu valor de mercado.

Em resumo, o presente artigo procura estudar, através da aliança entre a área de Banking e Relações Internacionais, a relação que se estabelece entre o grau de internacionalização e o valor de mercado de bancos. De maneira a primeiro coletar dados das variáveis: Grau de Internacionalização e Valor de Mercado; em um segundo momento, elaborar um painel de dados com essas duas variáveis ao longo dos anos 2001 a 2012 dentro da amostra encontrada; em terceiro lugar acompanhar o comportamento das variáveis para entender o impacto do grau de internacionalização no valor de mercado da amostra de bancos; e por fim, analisar e explicar a conexão entre o grau de internacionalização e o valor de mercado dos bancos selecionados.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1. Internacionalização

Dentro da literatura sobre a Globalização, é notório a quantidade de trabalhos sobre as consequências dessa recente fase. Contudo, essa ênfase não é a mais interessante para a essa pesquisa; para esse fim, a que mais se destaca é a visão de alta competitividade na fase de Globalização. Em seu livro, Yip (1996), o autor explica o panorama da recente globalização e como esta faz com que a competitividade dentro dos mercados seja mais acirrada, mas sua principal contribuição com essa obra vai no sentido de repassar o conceito de Estratégia Global, como analisá-la e alcançá-la dentro de uma empresa.

O conceito de Estratégia Global é um modelo criado pelo autor para instrumentar a empresa de meios para que ela possa se equipar e conseguir alavancar seus resultados e aumentar a sua competitividade no mercado (YIP, 1996). Esse conceito está fortemente relacionado ao conceito de Gestão Baseada em Valor que será abordado posteriormente. A tese de Almeida (2012) sintetiza os motivos que levam uma empresa a se internacionalizar. Em sua trajetória para explicar o processo de internacionalização das empresas *Born Global*, a autora vai perpassar por obras muito notáveis na área de estudo dos processos de internacionalização, como Rugman (1980) e Johanson e Vahne (1990). Essa tese consegue condensar muito bem os variados motivos para internacionalização, permitindo a sua aplicação na realidade do setor bancário.

### 2.2. Internacionalização dos Bancos

Sabendo do cenário de aumento da competitividade devido à Globalização, Baer (1989) vai argumentar, em seu artigo *A Internacionalização Financeira no Brasil*, que foi esse processo de globalização que fez com que as empresas buscassem se internacionalizar provocando assim a internacionalização do setor financeiro, visto que esses dois grupos estão diretamente conectados.

[...] a internacionalização financeira no Brasil esteve estreitamente vinculada à *dinâmica produtiva* e se realizou diretamente através do endividamento externo das empresas. [...] no âmbito do sistema financeiro brasileiro e suas instituições o governo procurou reter ao máximo o controle interno, protegendo-o de maior penetração estrangeira, já que este era considerado um setor nacional estratégico. (BAER, 1986, p. 152).

De maneira geral, o estudo dentro da área de internacionalização é voltado principalmente para o processo de atuação internacional nas empresas, sendo restrita a quantidade de informações e referências bibliográficas sobre internacionalização de bancos no mercado. O artigo de Geleilate e Forte (2012), contribui também com a ideia de que a globalização fez com que a competitividade no setor financeiro aumentasse e com isso, para os autores, a internacionalização para os bancos seriam uma estratégia de aumentar sua atração dentro do mercado (GELEILATE; FORTE, 2012).

O cálculo do GI tem como principal modelo o de Sullivan (1994), que é a corrente mais utilizada para o cálculo da internacionalização de empresas. Essencialmente, essa metodologia é a junção de algumas variáveis para resultar em uma única variável multidimensional. Pelo fato de ser um método americano, esse modelo se aplica parcialmente à realidade brasileira; e, além disso, aferir o grau de empresas exige variáveis diferentes do cálculo desse grau para bancos. Por esse motivo, essa literatura não vai ser a principal a nortear o estudo da variável Grau de Internacionalização.

No Brasil, o cálculo do grau de internacionalização dos bancos ainda é pioneiro. Para o apoio dos dados da variável GI, foi utilizado o artigo Forti, Santos e Felice (2017) que parte do modelo Sullivan, porém um pouco modificado; de modo a estudar o comportamento de sete variáveis para, assim, gerar o seu grau de internacionalização. O GI foi calculado pela média aritmética das sete variáveis de interação internacional, resultando em uma única variável. A variável GI coletada do trabalho Forti, Santos e Felice (2017), se vale da combinação das variáveis depósito de moedas estrangeiras, ativos totais e operações de crédito em moeda estrangeira, para o resultado do seu valor final.

### **2.3.Valuation**

Apesar de ser um tema atual e de grande relevância, a temática de Valuation ainda tem uma literatura escassa. Sabendo que os métodos do cálculo para o valor de determinada empresa varia de país para país, preferiu-se aplicar nessa pesquisa métodos brasileiros. Na obra Costa, Costa e Alvim (2011) se encontra a introdução para o entendimento da área de Valuation e, mais especificamente, argumentos para o cálculo do valor de empresas ser baseado no valor de mercado das mesmas.

Matematicamente, o valor de mercado é resultado da quantidade de ações emitidas multiplicada pelo preço de negociação daquela ação em determinada data. Essa medida representa um valor da empresa naquele momento e também, expectativas futuras em relação ao seu lucro (ASSAF NETO, 2017). Já a variável Valor de Mercado (Valor) nesse trabalho, será resultado da divisão de valor de mercado pelo ativo total do banco.

O foco de Assaf Neto (2017) se pauta na mesma direção de Costa, Costa e Alvim (2011). Uma ampla introdução a maioria dos métodos brasileiros de avaliação do valor de empresas, como medidas de criação de valor e principalmente o conceito de Gestão Baseada em Valor que dará sustentação para a hipótese trazida por este trabalho, sendo ela a que o grau de internacionalização está diretamente proporcional ao valor de mercado dos bancos.

Vários estudiosos, tais como Weston e Brigham (1968), Van Horne (1995), Ross (1995), Lee (1985), consideram que o grande objetivo dos gestores, particularmente dos gestores financeiros, consiste em maximizar a riqueza dos acionistas, o que significa zelar pelo valor da empresa. (apud FREZATTI, 2003).

Para dar sustentação à hipótese, o conceito de Gestão Baseada em Valor (GBV) é essencial. A interpretação de que o grau de internacionalização faz com que o valor de mercado se altere de maneira proporcional se fundamenta nele, pois parte do pressuposto de que uma empresa vai tomar suas decisões com base na busca por maximização do seu valor dentro do mercado (COSTA; COSTA; ALVIM, 2011).

A GBV se coloca como um dos suportes da relação proporcional entre as variáveis Valor e Internacionalização. É entendido como um processo interno de gestão empresarial voltada para a maximizar o valor da empresa, pressupõe que as decisões tomadas sejam orientadas para atrair o acionista, ou seja, para aumentar o valor de mercado daquela determinada empresa (FREZATTI, 2003).

Dentro da Gestão Baseada em Valor tem-se uma política a ser seguida que guiará as decisões tomadas como: sempre medir o nível de eficiência da gestão de valor, ter uma expectativa de valor futuro da entidade, elaborar um planejamento, traçar a demanda por recursos para o objetivo, garantir uma boa comunicação externa, e por fim, garantir um rigoroso controle gerencial (FREZATTI, 2003).

A GBV é um processo contínuo, iniciando através de um planejamento estratégico, onde são identificadas as vantagens competitivas da empresa capazes de oferecer uma taxa de retorno superior ao custo de oportunidade do capital. Esse plano

estratégico deve orientar a empresa em suas decisões financeiras, envolvendo investimentos e financiamentos. É baseado no conhecimento de atividade, análise do cenário econômico, perspectivas dos negócios e potencial competitivo da empresa (ASSAF NETO, 2017).

Por mais que algumas decisões possam não ser bem sucedidas nesse objetivo, existe sempre a preocupação de maximizar os ganhos e reduzir as perdas, a internacionalização é uma das decisões que, comprovada por esse trabalho, irá aumentar o valor de mercado dos bancos. Já que a atenção empresarial está voltada para esse novo modelo de gestão, a relação entre as variáveis replicará esse modelo de modo a se relacionarem de maneira diretamente proporcional, reforçando o resultado encontrado neste trabalho.

### **3 METODOLOGIA**

#### **3.1. Tipo de Pesquisa**

Nessa pesquisa foi utilizado o método de abordagem indutivo de forma científica, visto que foram analisadas variáveis de casos particulares ao longo do tempo para, em alguma medida, generalizar. A amostra foi testada de forma que suas conclusões particulares estabeleceram a relação entre as variáveis Valor de Mercado e Grau de Internacionalização de maneira geral, para assim concluir uma inferência sobre todos os casos.

Foi empregado o método de procedimento Método dos Momentos Generalizado como modelo de painel de dados (regressão) para a análise dos dados coletados das variáveis GI e Valor dos 17 bancos da amostra durante os anos de 2001 a 2012. A escolha de se usar dados em painel foi feita com base em sua alta capacidade de estabelecer uma relação causal visto que são dados construídos ao longo do tempo (FINKEL, 1995). Além disso, um painel de dados se apresenta como grande aliado no momento em que resulta em um modelo bem realista do comportamento das variáveis nele estudadas (HSIAO, 2003). O painel de dados será analisado para entender a relação entre as variáveis Grau de Internacionalização e Valor.

A maioria dos estudos que usam dados em painel são estimados pelos modelos de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para dados empilhados (pooled), de Efeitos Fixos ou de Efeitos Aleatórios. Ambos modelos impõem uma exogeneidade estrita nas variáveis explicativas na regressão, significando que cada variável dependente não é correlacionada com o termo de erro em todos os períodos de tempo (GUJARATI; PORTER, 2011).

Já que são adotados dados de vários bancos em diferentes períodos, ao elaborar um estudo empírico sobre a influência da internacionalização no valor de mercado de bancos são encontrados problemas econométricos que, caso não sejam corrigidos, podem resultar em inferências viesadas sobre a relação entre as variáveis (BARROS; CASTRO JUNIOR; SILVEIRA; BERGMAN, 2010).

Para solucionar esse problema de endogeneidade, seria necessário utilizar variáveis estritamente exógenas para cada regressor (CAMERON; TRIVEDI, 2005). Contudo, encontrar essas variáveis em estudos na área de finanças é uma tarefa de difícil execução (BARROS; CASTRO JUNIOR; SILVEIRA; BERGMAN, 2010). O modelo de regressão estimado pelo MMG possibilita mitigar possíveis problemas básicos de endogeneidade na regressão. O modelo foi executado por meio do *software* Stata, décima terceira versão.

O MMG como um estimador é uma extensão que permite usar informações adicionais além das essenciais para chegar a um modelo ideal. Quando se define as informações e as propriedades do estimador, será possível através desse método fazer os procedimentos de inferência já que agora os problemas já estão corrigidos (GREENE, 2003).

O Método dos Momentos Generalizado foi escolhido principalmente por sua capacidade de precisão em painéis de dados mais longos, como é o caso desta pesquisa, trazendo dados de variáveis ao longo dos anos de 2001 a 2012 (JUDSON; OWEN, 1999). A omissão de dados das variáveis durante períodos específicos da pesquisa pode fazer com que haja uma influência de dados para uma relação causal errônea; para solucionar essa fonte de endogeneidade foram utilizadas variáveis de controle para a análise do comportamento das variáveis de interesse.

O efeito feedback, ou retroalimentação da variável resposta para os regressores, é outra fonte de endogeneidade dos estudos de finanças corporativas (Wintoki, Linck, & Netter, 2012). Ele surge quando os valores passados da variável dependente influenciam os valores contemporâneos e/ou futuros das variáveis independentes (Barros, Castro Júnior, Silveira, & Bergmann, 2010). A inclusão de defasagens da variável explicada no modelo de regressão com o emprego do Método dos Momentos Generalizado (MMG), como efetuado por Gugler et al. (2008) e Azofra e Santamaría (2011), é uma forma de atenuar esse problema. (CAIXE; KRAUTER, 2013).

### **3.2. Amostra**

Inicialmente, houve a coleta da variável GI, essa tarefa se deu a partir do trabalho Forti, Santos, Felice (2017), com recorte temporal de 2001 a 2012, tal recorte se deve ao fato que o Banco Central do Brasil findou o fornecimento das informações necessárias em 2012. Em segundo lugar, a variável Valor de Mercado foi apurada através da coleta de dados do programa Económica, durante os meses de março e abril de 2018, referente ao patrimônio líquido e do valor de mercado dos bancos durante os anos de 2001 a 2012. Em sequência foi utilizado o *software* Stata para dividir o valor de mercado dos bancos pelo seu ativo total.

A partir da coleta das variáveis Grau de Internacionalização e Valor de Mercado fez-se o cruzamento dessas através do *software* Stata, dando origem a uma base de dados única e ao recorte da amostra de bancos que seria utilizada. Levando em conta que a maioria dos bancos abertos do Brasil não possuem dados disponíveis de internacionalização, justificando o motivo da amostra ser restrita em 17 dos 109 bancos abertos do Brasil. Totalizando, 134 observações e 17 bancos, conforme o Quadro 1, a serem estudados.

**Quadro 1 - Amostra de bancos selecionados**

Bancos Brasileiros	
01 - Banco ABC Brasil S.A.	10 - Banco Indusval S.A.
02 - Banco Bradesco S.A.	11 - Banco Itaú Unibanco S.A.
03 - Banco da Amazônia S.A.	12 - Banco Mercantil do Brasil S.A.
04 - Banco de Brasília S.A.	13 - Banco Pan S.A.
05 - Banco do Brasil S.A.	14 - Banco Pine S.A.
06 - Banco do Estado do Espírito Santo S.A.	15 - Banco Santander Brasil S.A.
07 - Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A.	16 - Banco Sofisa S.A.
08 - Banco do Nordeste do Brasil S.A.	17 - Paraná Banco S.A.
09 - Banco Daycoval S.A.	

Fonte: Dados da Pesquisa

### 3.3. Descrição das Variáveis

A inspiração para o modelo utilizado nesta pesquisa tem origem nos trabalhos: Heffernan e Fu (2008) e Aarma, Vainu e Vensel (2004). Ambos os artigos têm o objetivo de avaliar o desempenho de bancos; o primeiro foca em quais são os determinantes para a performance dos bancos na China, e o segundo avalia a performance dos bancos da Estônia. O modelo presente se diferencia desses dois artigos por duas razões: em primeiro lugar, muda-se a variável dependente usada, não sendo mais Desempenho e sim Valor de Mercado; e a variável Grau de Internacionalização é adicionada na análise, assim como foi feito no trabalho Forti, Santos e Felice (2017), com a diferença de que esses autores utilizaram uma variável dependente diferente de Valor de Mercado, buscando a relação entre o Grau de Internacionalização em variáveis de desempenho.

Quanto à divisão da descrição das variáveis, nos primeiros itens encontram-se as variáveis explicadas em detalhes e ao final, um resumo da descrição das variáveis pela Tabela 1.

#### **- Variável Grau de Internacionalização**

Essa é a variável de interesse da pesquisa, representa quão internacionalizado o banco é. Uma vez que, é a variável independente que será avaliada para identificar a influência do GI no Valor dos bancos. A mesma foi coletada do trabalho Forti, Santos, Felice (2017), que calculou a internacionalização do setor bancário brasileiro, seguindo o modelo desenvolvido por Sullivan (1994). Essencialmente, é a junção de algumas variáveis para resultar em uma única variável multidimensional, ou seja, foi calculado pela média aritmética das sete variáveis de interação internacional, resultando em uma única variável:

$$G\_INT = \frac{[DEP+ATV+PAS+EMP+OPC+(1-ICM\_P) + (1-ICM\_A)]}{7}$$

A fim de modular cada uma das dimensões, elas foram relativizadas pelo total de interação do banco com o mercado. Assim, depósitos em moeda estrangeira foi dividido pelo total de depósitos para se ter uma relação entre as relações com o exterior em relação às relações com o mercado de forma geral. Dessa forma a criação do índice GINT foi assim definido:

- DEP = Depósito em moedas estrangeiras/ Depósitos totais.
- ATV = Ativos em moeda estrangeira/ Ativos totais.
- PAS = Passivos em moeda estrangeira/ Passivos totais.
- EMP = Empréstimos em moedas estrangeiras/ Empréstimos totais.

- OPC = Operações de Crédito em moeda estrangeira/ Operações de crédito totais.

- ICM\_P = (1 - Índice de concentração de moedas no passivo).

- ICM\_A = (1 - Índice de concentração de moedas no ativo).

(FORTI; SANTOS; FELICE, 2017, p.11).

### - Variável Valor

É a variável dependente em estudo, representa o valor de mercado do banco. A medida de valor utilizada neste trabalho será a mesma usada por Silva, Brito (2005). Sendo ela a divisão do valor de mercado (número de ações multiplicado pelo valor da ação naquele período) pelo ativo total, neste caso, dos bancos da amostra. Tendo assim a relação de quanto maior o índice Valor, maior o valor de mercado daquele determinado banco. Resultando na variável:

$$VALOR = \frac{(VALOR DE MERCADO)}{(ATIVO TOTAL)}$$

### 3.3.1. Variáveis de Controle

As variáveis de controle são colocadas para que se encontre o efeito líquido da internacionalização sobre o valor dos bancos, sem influências de outras características que possam afetar o valor, ou seja, foram inseridas no modelo para controlar as características dos bancos que podem influenciar o seu Valor, fazendo com que o coeficiente encontrado na regressão seja um efeito líquido sem a influência de outros fatores, pois estes foram considerados na regressão em variáveis específicas.

- **Retorno sobre ativos (ROA):** Representa quão rentável os ativos do banco estão. É capaz de relacionar o desempenho do banco medindo sua eficiência na gestão de seus ativos (AARMA; VAINU; VENSEL, 2004).

- **Tamanho (TAM):** É o logaritmo natural do ativo total contábil dos bancos. A intenção do cálculo desse parâmetro no modelo de regressão proposto é mensurar o quanto o tamanho do banco pode influenciar no seu valor de mercado (HEFFERNAN; FU, 2008).

- **Índice de Eficiência (IEF):** Mede a eficiência relacionada à receita de prestação de serviço e a despesa de pessoal dos bancos. Representa a relação com custos de pessoal com as receitas do banco (MAFFILI, 2007).

- **Liquidez (LIQ):** É uma medida de liquidez dos bancos. Em caso de compromissos a curto prazo, um banco com liquidez deverá se submeter a taxa de juros de outros bancos para solicitar um empréstimo e pagar suas despesas. Se esse índice apresentar-se muito alto, o banco pode estar com um custo de oportunidade por não estar investindo (GIRADONE; MOLINEUX; GARDENER, 2007).

- **Liquidez<sup>2</sup> (LIQ<sup>2</sup>):** É a liquidez elevada ao quadrado. Tem a capacidade de adicionar os efeitos não-lineares da liquidez sobre a performance (GIRADONE; MOLINEUX; GARDENER, 2007).

- **Investimento Estrangeiro (FED):** Mede a quantidade do investimento em capital estrangeiro dentro do banco (HEFFERNAN; FU, 2008).

- **Ativos Rentáveis (EA):** Mede a porcentagem de ativos do banco que os investidores possuem (HEFFERNAN; FU, 2008).

- **Reservas de Perda em Empréstimos (LLR):** É a porcentagem de empréstimos totais que foi alocada em empréstimos ruins no sentido de não pagamento. Quanto maior mais probabilidade de futuras perdas com empréstimos fracos (HEFFERNAN; FU, 2008).

- **Ativos Líquidos de Empréstimos (NLA):** É o percentual de ativos que compõem a carteira de empréstimos líquidos. Um NLA mais alto pode indicar um aumento na receita do banco através da taxa de juros para empréstimo (HEFFERNAN; FU, 2008).

- **Receitas Fora do Balanço (OIA):** Mede operações off-balance e também, é usada como indicador da diversificação das receitas do banco (HEFFERNAN; FU, 2008).

**Tabela 1 - Descrição das variáveis**

Variável	Sigla	Forma de mensuração
Valor	Valor	Valor de mercado / Ativo total

Grau de Internacionalização	G_INT	$[(\text{Depósitos em moedas estrangeiras} / \text{Depósitos totais}) + (\text{Ativo em moeda estrangeira} / \text{Ativos totais}) + (\text{Passivo em moeda estrangeira} / \text{Passivos totais}) + (\text{Empréstimos em moedas estrangeiras} / \text{Empréstimos totais}) + (\text{Operações de Crédito em moeda estrangeira} / \text{Operações de crédito total}) + (1 - \text{Índice de concentração de moedas no passivo}) + (1 - \text{Índice de concentração de moedas no ativo})] / 7$
Investimento Estrangeiro	FEI	Investimento estrangeiro / Investimento total
Índice de Eficiência	IEF	Receita de prestação de serviços / Despesa de pessoal
Tamanho	TAM	Logaritmo do ativo total
Retorno sobre ativos	ROA	Lucro operacional (antes das despesas financeiras) / Ativo total
Liquidez	LIQ	Ativos líquidos/ Depósitos + financiamento de curto prazo
Liquidez <sup>2</sup>	LIQ <sup>2</sup>	(Ativos líquidos/ Depósitos + financiamento de curto prazo) <sup>2</sup>
Ativos Rentáveis	EA	Patrimônio líquido / Total de ativos
Reservas de Perda em Empréstimos	LLR	Reservas para perdas com empréstimos / Empréstimos brutos
Ativos Líquidos de Empréstimos	NLA	Empréstimos líquidos / Total de ativos
Receitas Fora do Balanço	OIA	Outras receitas operacionais / Ativos médios

Fonte: Elaboração própria da autora

#### 4 ANÁLISES E RESULTADOS

Para garantir a confiabilidade nos resultados da influência do grau de internacionalização no valor de mercado de bancos, foram utilizadas diversas formas para entender como essa relação se dá. Inicialmente, a Teoria de Gestão Baseada em Valor inicia a argumentação da relação entre essa teoria e o Valor de Mercado e como consequência, a relação entre o Valor de Mercado e a Internacionalização.

Logo após, será analisado o comportamento das variáveis de controle, com o intuito de trazer uma maior segurança na análise da variável de interesse. Em terceiro lugar, o gráfico que relaciona diretamente as variáveis Valor e Internacionalização dará mais sustentação ao

resultado encontrado. E por fim, a forma mais robusta de responder à pergunta do trabalho, a regressão feita através da Análise de Regressão.

#### **4.1. A relação: Internacionalização, Valor de Mercado e a Gestão Baseada em Valor**

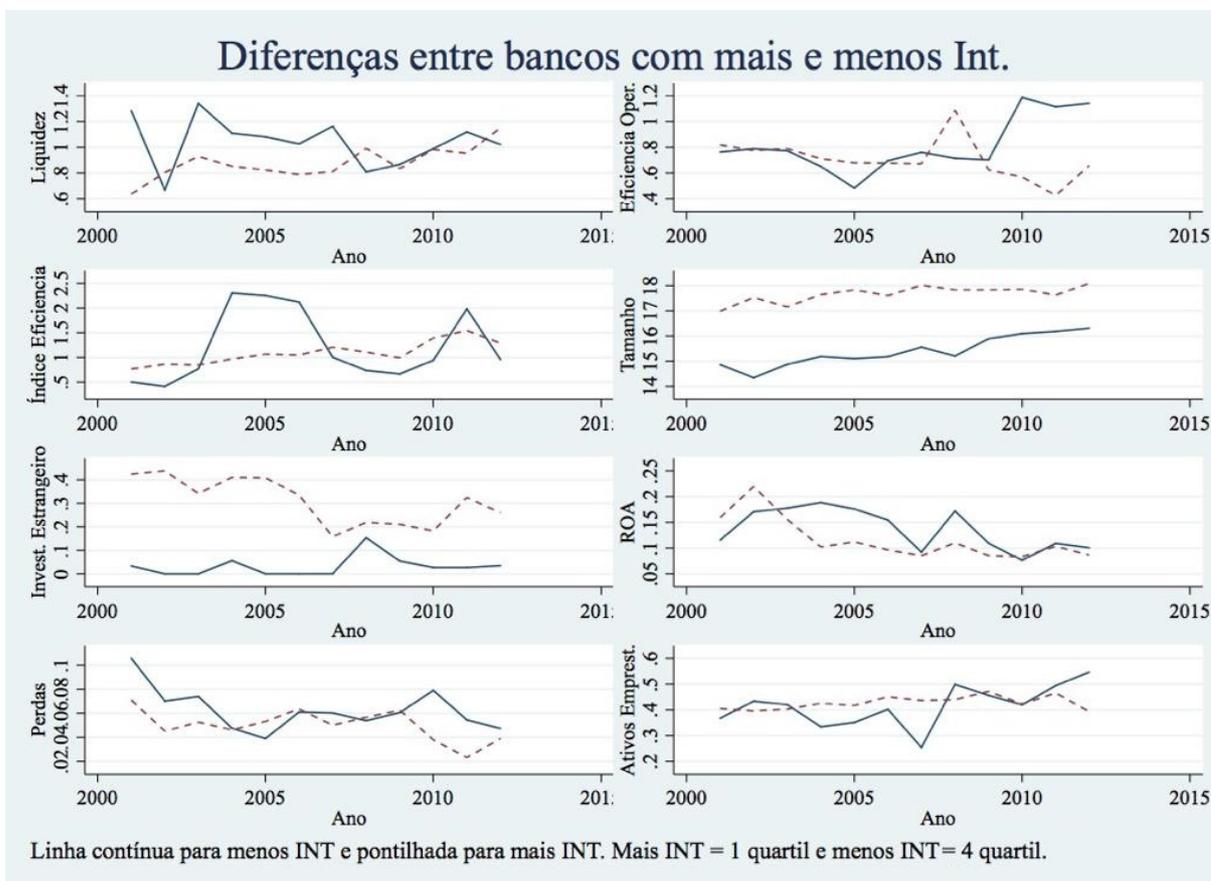
Levando em consideração a Gestão Baseada em Valor, interpreta-se que uma empresa ao procurar tomar as suas decisões motivada a aumentar o seu valor de mercado, vai pensar as estratégias que possam ser mais assertivas nessa meta (FREZATTI, 2003). Tal pensamento aliado ao da proporcionalidade das variáveis Internacionalização e Valor de Mercado demonstra que os bancos poderão encontrar na Internacionalização, uma estratégia para maximizarem o seu Valor de Mercado. Portanto, ao adotar a internacionalização, um banco obtém vantagens competitivas, como: bagagem de experiência no mercado externo e maior abrangência no setor, em relação aos seus concorrentes e com isso, atrai mais investidores, como consequência aumenta o seu valor de mercado (ALMEIDA, 2012).

#### **4.2. Comportamento das Variáveis de Controle**

Para facilitar a compreensão, a amostra foi dividida em quatro quartis, o primeiro sendo o de bancos com maior grau de internacionalização, indo até o quarto quartil, com bancos com menor grau de internacional. A figura abaixo (Figura 1) carrega as estatísticas descritivas das variáveis de controle do trabalho. Foram utilizadas duas linhas, representando apenas dois quartis mais discrepantes, a tracejada para bancos com maior grau de internacionalização (primeiro quartil) e a contínua para bancos com menor grau de internacionalização (quarto quartil). Sendo assim, a Figura 1 apresenta o efeito da internacionalização na maioria das variáveis de controle, contudo algumas variáveis não foram capazes de gerar gráficos, logo, seus comportamentos serão analisados através da regressão (Tabela 2) que estará ao final dessa sessão e que contém os sinais esperados de todas as variáveis em estudo.

Em relação ao tamanho da amostra a ser avaliada, de acordo com o Relatório de Estabilidade Financeira, publicado no segundo semestre de 2017, 4 bancos concentram a maior participação no mercado brasileiro, sendo eles: Itaú-Unibanco, Bradesco, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, a amostra desta pesquisa comporta três dos quatro maiores bancos do país; solidificando o peso estatístico dessa amostra (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2017).

**Figura 1 - Comportamento das Variáveis de Controle pelo nível de internacionalização**



Fonte: Dados da Pesquisa

O Tamanho dos bancos foi maior nos bancos mais internacionalizados durante todos os anos da pesquisa. Podendo assim se dizer que quanto mais internacionalizado o banco, maior o seu tamanho, como já era esperado um sinal positivo. O gráfico do Investimento Estrangeiro seguiu o mesmo padrão, deixando nítido que os bancos com maior internacionalização são os que possuem maior quantidade de capital estrangeiro em sua carteira. Também indo de acordo com o seu sinal esperado

A Eficiência Operacional ao ser analisada, trouxe uma certa curiosidade. Até os anos de 2008 pode se dizer que houve um predomínio na eficiência dos bancos mais internacionalizados, porém, por algum motivo, esse quadro se inverte após 2009, fazendo com que os bancos menos internacionalizados sejam considerados mais eficientes, indo de acordo com o seu sinal esperado. Esse fenômeno pode ser explicado, em parte, pela facilidade de gestão geográfica de um banco com menos internacionalização e a consequente dificuldade dessa tarefa para um banco mais internacionalizado. Como o intuito deste trabalho é a análise do

comportamento das variáveis e não a compreensão dele, essa questão não foi muito aprofundada.

O Retorno sobre Ativos também apresentou uma reviravolta. Até o ano de 2003, os bancos mais internacionalizados lideravam, porém de 2003 a 2011 foi o contrário. Não se pode concluir se realmente os bancos menos internacionalizados possuem maior ROA, já que de 2011 a 2012 os dados mostram que existe a possibilidade de bancos mais internacionalizados possuírem maior Retorno sobre Ativos. De acordo com a regressão ao final dessa sessão, o ROA se mostra maior em bancos mais internacionalizados, também indo de acordo com o seu sinal positivo esperado.

A Reservas de Perdas em Empréstimos (Perdas) teve o predomínio dos bancos menos internacionalizados sobre os mais internacionalizados. No início do espectro, temos uma clara diferença entre as duas linhas, ao meio, temos uma aproximação substancial entre elas e ao final, temos, novamente, a sobreposição dos menos internacionalizados sobre os mais internacionalizados. Isso significa dizer que quanto menos internacionalizado maior é a provisão de perda.

Nas observações dos índices de Liquidez, Índice de Eficiência e Ativos de Empréstimos houve uma grande oscilação da linha de bancos menos internacionalizados e uma constância na linha de bancos mais internacionalizados. Na maioria dos anos estudados a Liquidez se apresentou maior em bancos com menor grau de internacionalização, se alinhando com o sinal negativo esperado. Como consequência, a Liquidez<sup>2</sup> é positiva, conforme sinal esperado.

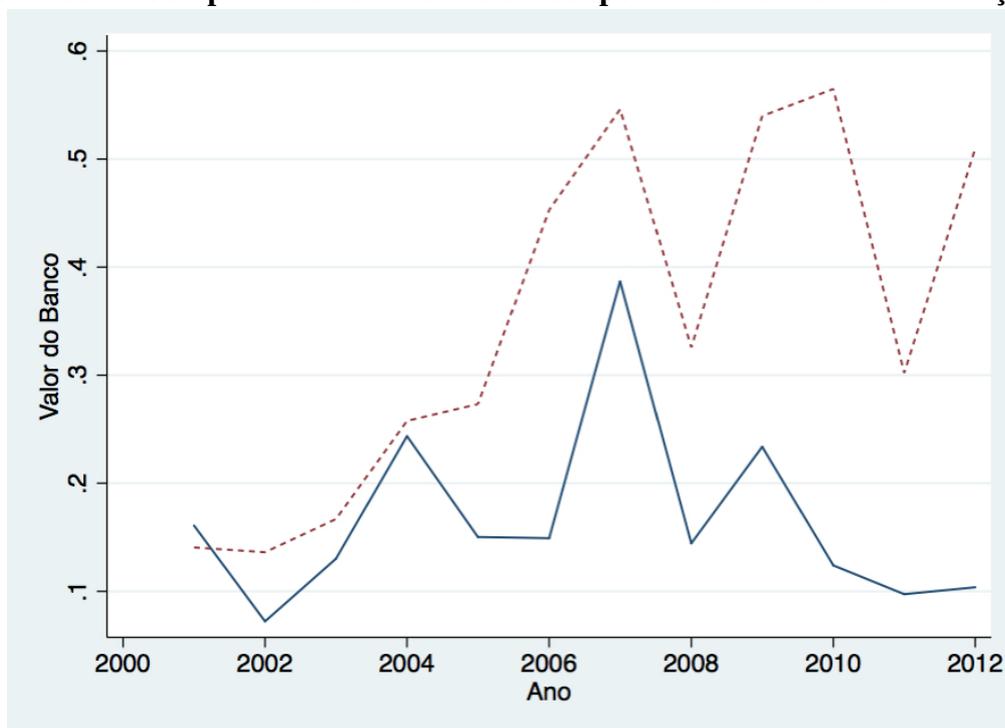
Já no gráfico da variável Índice de Eficiência, houveram dois picos e duas depressões dos bancos menos internacionalizados em relação aos mais internacionalizados, e ao final do espectro, uma superioridade dos bancos mais internacionalizados em relação aos menos internacionalizados, não permitindo assim, um resultado conclusivo. Ao consultar a regressão, foi possível, indicar que quanto menor o grau de internacionalização do banco maior será o seu Índice de Eficiência, se enquadrando no sinal negativo esperado.

Por fim, no gráfico do índice Ativos de Empréstimos, temos os mesmos resultados inconclusivos. Ao recorrer à regressão pode se dizer que quanto menos internacionalizado o banco menor é o Ativos de Empréstimos, fazendo jus ao seu sinal negativo esperado.

#### 4.3. Comportamento das Variáveis Internacionalização e Valor de Mercado

Tomando como base a relação causal entre a variável Internacionalização que se caracteriza como independente por carregar o peso de causa e a variável Valor de Mercado como variável dependente por carregar o peso de efeito, será apresentado o Gráfico 1, capaz de explicar de modo simplificado a relação entre essas duas variáveis.

**Gráfico 1 - Comparativo do Valor de bancos pelo nível de internacionalização**



Fonte: Dados da Pesquisa

O gráfico 1 apresenta a diferença entre o Valor de Mercado dos banco mais internacionalizados (linha tracejada) e os menos internacionalizados (linha contínua), para facilitar a análise. A construção desse gráfico se deu com base na separação dos bancos da amostra entre mais internacionalizados, do primeiro quartil e bancos menos internacionalizados, os do quarto quartil.

Como podemos notar, o valor dos bancos mais internacionalizados foi predominante muito maior que o dos menos internacionalizados durante os anos de 2000 a 2012. Como a base de dados do trabalho começa no ano de 2001, fica esclarecida a falta de informações no gráfico em relação ao ano de 2000.

Em 2001 podemos perceber que os bancos menos internacionalizados tem um valor de mercado maior, porém essa situação ocorre erroneamente devido a falta de dados de todos os bancos internacionalizados durante esse período, significa dizer que muitos dos bancos que possuíam grau de internacionalização nesse período, ainda não disponibilizavam o seu valor de mercado para o programa Económica fazendo com que esse valor fosse zerado.

Contudo, do ano de 2002 até 2012 podemos ver nitidamente uma grande disparidade entre os bancos mais internacionalizados e os menos internacionalizados, provando que quanto mais internacionalizado maior é o valor de mercado de determinado banco. Tal gráfico reforça a conclusão de que a Internacionalização influencia positivamente o Valor de Mercado dos bancos. Sendo assim, o grau de internacionalização e o valor de mercado são diretamente proporcionais.

#### **4.4. Análise da Regressão**

O resultado da regressão apresentado na tabela 2, apresenta os coeficientes da variável dependente Valor, já explicada anteriormente. A primeira coluna apresenta as variáveis independentes; a segunda coluna apresenta o sinal esperado de cada variável; e a terceira coluna apresenta o coeficiente resultado da variável Valor, sendo que, abaixo de cada coeficiente está entre parêntesis o valor do erro padrão e os asteriscos indicam o grau de significância estatística, em ordem crescente, um asterisco indica significativa relevância estatística até três asteriscos, significando alta relevância estatística.

Analisando essa tabela foi possível identificar as variáveis que impactam negativamente a variável Valor são: Índice de Eficiência, Liquidez e Ativos Líquidos de Empréstimos; e as variáveis que afetam positivamente são: Grau de Internacionalização, Tamanho, Ativos Rentáveis, Reservas de Perda em Empréstimos.

A variável Investimento Estrangeiro não apresentou significância estatística, portanto ele não afeta o valor do banco. O mesmo ocorre com o Retorno sobre ativos, que não apresentou significância estatística e logo, não afeta a variável Valor. Ainda na mesma situação, encontram-se as variáveis Liquidez<sup>2</sup> e Receitas Fora do Balanço, que por não terem significância estatística, indicam que não afetam o Valor.

Contudo, a variável Índice de Eficiência se apresentou significante estatisticamente e levando em conta que seu coeficiente foi negativo, pode-se dizer que essa variável e a variável Valor são inversamente proporcionais. Sendo assim, quanto maior for o Índice de Eficiência, menor o Valor do banco. O mesmo acontece com a variável Liquidez que se apresenta com alta significância estatística e com coeficiente negativo, deste modo, quanto maior for a Liquidez menor será o Valor do banco. Seguindo a mesma linha de resultado, a variável Ativos Líquidos de Empréstimos é colocada com altamente significante estatisticamente e possui coeficiente negativo, revelando que quanto maior ela for, menor será o Valor do banco.

A variável Tamanho apresentou alta relevância estatística e coeficiente positivo, portanto afeta a variável Valor de maneira proporcional, ou seja, quanto maior o Tamanho, maior o Valor do banco. Semelhantemente, a variável Ativos Rentáveis se coloca como altamente relevante e com coeficiente positivo, sinalizando que quanto maior for, maior será a variável Valor. Da mesma forma, a variável Reservas de Perda em Empréstimos apresenta alta significância estatística e coeficiente positivo, revelando que quanto maior for, maior será o Valor do banco.

Como principal achado da pesquisa, a variável de interesse Grau de Internacionalização apresentou sinal positivo e significante estatisticamente, indicando que quanto maior a Internacionalização do Banco, maior será o seu valor. Respondendo a pergunta principal do trabalho: Qual é a influência do grau de internacionalização no valor de mercado de bancos?, o resultado do modelo de regressão do artigo, estimado pelo Método dos Momentos Generalizado (MMG), indicou, seguindo a mesma sequência de resultados que comprovam que a influência é diretamente proporcional, que quanto mais internacionalizado o banco, maior o seu valor de mercado.

**Tabela 2 - Resultados Empíricos**

Variável Dependente	Esperado	Valor
---------------------	----------	-------

Grau de Internacionalização	(+)	0.2709** (0.1267)
Investimento Estrangeiro	(+)	0.0811 (0.0496)
Índice de Eficiência	(-)	-0.0219* (0.0130)
Tamanho	(+)	0.0899*** (0.0065)
Retorno sobre ativos	(+)	0.0984 (0.2143)
Liquidez	(-)	-0.0823*** (0.0314)
Liquidez <sup>2</sup>	(+)	0.0115 (0.0084)
Ativos Rentáveis	(+)	0.7693*** (0.0910)
Reservas de Perda em Empréstimos	(+)	0.6659*** (0.1724)
Ativos Líquidos de Empréstimos	(-)	-0.5903*** (0.0612)
Receitas Fora do Balanço	(+)	2.3379 (2.2620)
Constante		-1.3296*** (0.1219)
Dummy Tempo	Sim	
Número de bancos		17
Observações		134

## 5 CONCLUSÃO

Este trabalho procurou contribuir com o enriquecimento teórico das áreas de Relações Internacionais e Valuation. Sabendo da carência de literatura capaz de linkar as duas áreas e trazer um valor acadêmico ao setor bancário, encontrou-se a oportunidade de pesquisa em meio à recente fase de Globalização e crescente competitividade do mercado.

O presente estudo teve como objetivo analisar, através da aliança entre a área de Banking e Relações Internacionais, o efeito da internacionalização no valor de mercado dos bancos. Valendo-se das constatações e dados apresentados, afirma-se que a relação entre essas duas variáveis se dá de maneira proporcional. De modo que, bancos mais internacionalizados tendem a ter um valor de mercado maior do que aqueles que possuem menor ou nenhum grau de internacionalização. Sendo assim, o resultado da pesquisa foi de acordo com a hipótese inicial.

Em um primeiro momento deu-se a coleta de dados das variáveis: Grau de Internacionalização e Valor de Mercado. A primeira foi aproveitada do trabalho Forti, Santos, Felice (2017), capaz de elencar as variáveis que influenciam na internacionalização dos bancos e fazer delas uma única variável eficaz para medir o grau de internacionalização de determinado banco.

A segunda variável, Valor, foi apurada unicamente para este trabalho. Esta foi o resultado do valor de mercado de bancos dividido pelo seu ativo total. Ao coletar os dados do programa Economática em relação ao ativo total e valor de mercado de todos os bancos da plataforma foi possível através do *software* Stata, a divisão entre o valor de mercado pelo ativo total de cada banco, criando assim uma variável capaz de mensurar com precisão o valor de mercado dos bancos.

Com o auxílio do *software* Stata foi possível elaborar um painel de dados com essas duas variáveis ao longo dos anos 2001 a 2012 dentro da amostra encontrada (um total de dezessete bancos). O Método dos Momentos Generalizado (MMG) foi adotado como modelo de regressão para painel de dados foi o método encontrado para corrigir os problemas

econométricos que foram gerados por esse painel de dados tão longo e dar grande sustentação estatística ao resultado encontrado.

Em terceiro lugar, era necessário acompanhar o comportamento das variáveis para entender o impacto do grau de internacionalização no valor de mercado da amostra de bancos. Tendo em vista que o número de observações é de 134, pode-se dizer que esse processo foi cuidadosamente realizado. Logo após o acompanhamento das variáveis, iniciou-se a análise e explicação da conexão entre o grau de internacionalização e o valor de mercado dos bancos selecionados. Com o intuito de tornar este estudo mais compreendido, buscou-se além do método de MMG, o uso de gráficos e da Teoria de Gestão Baseada em Valor.

A principal implicação do resultado encontrado para a teoria de Gestão Baseada em Valor é a confirmação da mesma. Sabendo que uma empresa vai tomar suas decisões com base na geração de valor e sabendo que a internacionalização é uma dessas formas de gerar valor, os resultados e a teoria caminham juntos. Sugerindo que as empresas já estão tomando suas decisões com base em valor, a proporcionalidade das variáveis vai de acordo com a teoria, no sentido de dizer que, se uma empresa decide se internacionalizar, ela está indo de acordo com a teoria GBV aumentando o seu valor de mercado.

Tanto o gráfico, que se logrou evidência para uma relação direta entre as variáveis Internacionalização e Valor, quanto a regressão, concluíram que durante os anos 2001 e 2015 os bancos mais internacionalizados dentro da amostra possuíam também um valor de mercado maior em relação aos menos internacionalizados.

Apesar dos resultados corroborarem com estudos desenvolvidos na área, é importante ressaltar a grande limitação enfrentada nessa pesquisa, a carência de dados em relação aos bancos. Seja em relação ao seu ativo total, sua receita total ou até mesmo de seu valor de mercado, foi grande a dificuldade para achar os dados, de modo que, como tratado na explicação do Gráfico 1, a falta de dados acabou deixando alguns gaps, principalmente nos anos de 2000 a 2002 pesquisados.

Essa limitação pode ser explicada pelo baixo número de bancos que repassam essas informações para os bancos de dados de programas de pesquisa como o Economatica. Isso

porque a pesquisa na área de bancos ainda não é muito difundida, ao contrário das pesquisas de empresas que encontram no Economática um banco de dados muito maior.

Outra limitação do estudo é o fato de analisar uma amostra muito pequena. Essa barreira também pode ser explicada pela escassez de dados em relação à variável Valor. Contudo, apesar de pequena, como já dito neste trabalho, ela abarca três dos quatro maiores bancos do país, tendo, portanto, uma grande relevância estatística.

O trabalho respondeu à questão: **Qual a influência do grau de internacionalização no valor de mercado do setor bancário?** Através do Método dos Momentos Generalizado, interpretou-se os dados que relacionam Internacionalização e Valor de Mercado, concluindo que a influência se dá de maneira diretamente proporcional. Sendo assim, ao buscar se internacionalizar, o banco está, ao mesmo tempo, adotando uma estratégia para aumentar o seu Valor de Mercado.

Como sugestão de pesquisa futura pretende-se aprofundar o tema tratado neste trabalho, analisando a razão dessa relação proporcional entre essas variáveis e o uso da internacionalização como vantagem competitiva para bancos.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AARMA, August; VAINU, Jaan; VENSEL, Vello. **Bank Performance Analysis: Methodology and Empirical Evidence (Estonian Banking System, 1994-2002)**. Journal of Economic Literature. Estônia, 2004.

ALMEIDA, Bruna Manuela Direito. **As motivações que levam as empresas a internacionalizarem-se, o fenómeno Born Global: Estudos de Caso sobre três empresas Portuguesas**. Universidade da Beira Interior. Portugal, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. **Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas**. São Paulo: Atlas, 2017.

BAER, Monica. **Internacionalização Financeira no Brasil**. Revista de Economia Política, vol. 7, n. 3, 1987.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Estabilidade Financeira - Outubro 2017**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/?relestab201710>>. Acessado outubro de 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Instituições em Funcionamento no País - Outubro 2018**. Disponível em:

<<https://www.bcb.gov.br/fis/info/instituicoes.asp?idpai=INFCAD>>. Acessado novembro de 2018.

BARROS, L. A. B. C.; CASTRO JUNIOR, F. H.; SILVEIRA, A. D. M.; BERGMANN, D. R.. **A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação** 2010. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1593187](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1593187)>. Acessado em novembro de 2018.

BIANCHI, Caio Giusti. **Internacionalização de empresas, Early and Late Movers**. Revista Jovens Pesquisadores, vol. 9, n. 2 (17), 2012, p. 97 - 118.

CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. **The influence of the ownership and control structure on corporate market value in Brazil**. Revista Contabilidade & Finanças, v. 24, n. 62, 2013, p. 142-153.

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. **Microeconometrics: methods and applications**. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS. **História do Sistema Financeiro Nacional (VIAGEM DE 1808 A 2002)**. Disponível em: <<https://www.cnf.org.br/documents/19/70e60fad-248c-494d-9e97-ecd2977dd093>>. Acessado novembro de 2018.

COSTA, Luiz Guilherme; COSTA, Luiz Rodolfo; ALVIM, Marcelo. **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.

FINKEL, Steven. **Causal Analysis with Panel Data**. Sage University Paper Series on Quantitative applications in the social sciences. Thousand Oaks: SAGE Publications, 1995, p. 1-8.

FREZATTI, Fábio. **Gestão de Valor na Empresa: uma abordagem do Valuation a partir da Contabilidade Gerencial**. São Paulo: Atlas, 2003.

FORTI, Cristiano; SANTOS, Murilo; FELICE, Carolina. **A Influência da Internacionalização no Desempenho dos Bancos Brasileiros**. São Paulo: EnAnpad, 2017.

GELEILATE, José; FORTE, Sérgio. **Motivações e estratégias de internacionalização dos três maiores bancos brasileiros frente à nova configuração econômica mundial**. Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa, vol. 11, n. 1, 2012, p. 02-12.

GIRADONE, Claudia; MOLYNEUX, Philip; GARDENER, Edward. **Analysing the Determinants of Bank Efficiency: The Case of Italian Banks**. Applied Economics, vol. 36, n. 3, 2007, p. 215-227.

GLASER, Barney; STRAUSS, Anselm. **The Discovery of the Grounded Theory: strategies for qualitative research**. New York: Aldine de Gruyter, 1967, p. 1 - 35.

GREENE, William H. **Econometric Analysis**. 5ª ed. Upper Saddle River: Prentice Hall, 2003, p. 536-556.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C.. **Econometria básica**. 5ª ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HEFFERNAN, Shelagh; FU, Maggie. **The Determinants of Bank Performance in China**. 2008. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1247713](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1247713)>. Acessado outubro de 2018.

HSIAO, Cheng. **Analysis of panel data**. 2ª ed. Cambridge: Cambridge university press, 2003, p. 1-8 e 311-317.

JUDSON, Ruth A.; OWEN, Ann L.. **Estimating dynamic panel data models: a guide for macroeconomists**. Economics Letters, vol. 65, 1999, p. 9-15.

JUMPPONEN, Jari; LIUHTO, Kari; SÖRG, Mart; VENSEL, Vello. **Banks' Internationalization: Estonian and Russian Banks' Expansion to the Foreign Markets**. Tallinn University of Technology. Estônia, 2004.

MAFFILI, Dener. **Estudo da Rentabilidade dos bancos brasileiros de varejo no período de 1999 a 2005**. Biblioteca Digital UFMG, 2007.

OLIVEIRA, Gilson; PACHECO, Marcelo. **Mercado Financeiro**. 2ª ed. São Paulo: Fundamento Educacional, 2011, p. 11 e 22.

SILVA, Júlio Cesar G. da; BRITO, Ricardo D.. **Testando as Previsões de Trade-off e Pecking Order sobre Dividendos e Dívida no Brasil**. Estudos Econômicos, Janeiro-Março 2005, vol. 35, n.1, p. 37-79.

SULLIVAN, Daniel. **Measuring the Degree of Internationalization of a Firm**. Journal of International Business Studies, 1994, vol. 25, p. 325-342.

YIP, George. **Globalização: como enfrentar os desafios da competitividade mundial**. São Paulo: Editora SENAC São Paulo, 1996.