

## **DOES BNDES CREATE ECONOMIC PROFIT?**

### **ABSTRACT**

The goal of this paper was to determine whether the BNDES, in the period between 2000 and 2011 generated economic profit for its main shareholder, the Federal Government. We analyzed financial statements and notes published in this period to obtain data for the calculation of Economic Value Added. This methodology deducts the cost of all capital employed in the company's from the operating profit after taxes. The use of certain assumptions and developing some scenarios were required to estimate the cost of equity shareholder. Some adjustments, such as the inclusion of dividends and interest on capital paid to shareholders by BNDES were performed for the calculation of EVA ®, and other accounting adjustments needed to estimate the cost of equity shareholder. At the end of the study, we observed that in all scenarios used to generate economic profit for used in all scenarios the economic profit was negative.

**Keywords:** BNDES, economic value added, value creation.

## **1 INTRODUÇÃO**

O BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), desde sua fundação, em 1952, tem por objetivo fomentar setores da economia que proporcionem desenvolvimento social, regional e ambiental. Desta forma, tradicionalmente, as principais fontes de recursos do BNDES eram os programas sociais como o Programa de Integração Social (PIS) e o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP), de forma direta, através do Fundo de Participação PIS-PASEP ou indireta, através do FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador). A participação destas fontes no total de captações do BNDES passou de 61% em 2000 para 29% em 2011. Neste mesmo período, a participação dos aportes e repasses do Tesouro Nacional aumentou de 7% em 2000 para 51% em 2011. O custo médio de captação do Tesouro Nacional neste período foi de 8,15%, enquanto que as aplicações de recursos captados pelo BNDES, seja de forma direta ou indireta, rendem juros atrelados a Taxa de juros de Longo Prazo (TJLP), que sem manteve, em média em 8,0% ao ano no período com mínimo de 5,84% ao ano em 2010 e 10,93% ao ano em 2003, para empréstimos em moeda local, e pós-fixados de acordo com a variação da LIBOR (entre 0,51% e 6,65% no período de 2000 a 2011) para empréstimos em moeda estrangeira.

No ambiente de negócios, empresas e instituições financeiras, geralmente, mantém seus recebimentos (ativos) e pagamentos (passivos) com prazos de maturação e taxas de remuneração diferentes. Nas empresas, em geral, os prazos dos pagamentos são mais longos do que os prazos de recebimento, para garantir a liquidez financeira do fluxo de caixa da empresa. Ao mesmo tempo, os custos de seus passivos também são menores do que a remuneração de seus ativos para garantir margem operacional positiva. Os bancos também mantem seus passivos (fontes de captação de recursos) com prazos acima dos seus ativos (carteira de empréstimos e financiamentos) como forma de manter sua liquidez financeira. Da mesma forma, as taxas de remuneração de seus ativos são acima dos custos de captação dos seus passivos para obterem lucros com arbitragem e margem financeira positiva. No caso do BNDES, há descasamento entre ativos e passivos, no que se refere às taxas praticadas para remuneração de seus ativos e custo de seus passivos (captação). Este trabalho objetiva analisar se as aplicações do BNDES em operações de empréstimos e financiamentos (ativos) geraram valor adicionado para seu principal acionista, a União. A geração de valor econômico para o acionista é obtida através da obtenção de lucro econômico positivo. Como um banco de fomento, as receitas do BNDES são obtidas através das operações de empréstimos e financiamentos, ou seja, são uma função da taxa de juros praticada para estes créditos. As despesas com esta operação são, em sua maioria, função do custo de captação para obter recursos a serem emprestados. Portanto, o descasamento de taxas de juros de captação e aplicação é uma das principais motivações para investigar se o BNDES gerou lucro econômico para seu principal acionista, a União.

Este estudo foi realizado a partir da análise das demonstrações financeiras e notas explicativas consolidadas que foram publicadas e auditadas por auditoria independente no período compreendido entre 2000 e 2011. As informações financeiras consolidadas do BNDES incluem as demonstrações financeiras do FINAME, agência especial de financiamento industrial e o BNDESPAR, empresas de participações societárias, cuja participação acionária do BNDES em ambas é de 100%.

## **2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA**

### **2.1 FONTES DE FINANCIAMENTO DO BNDES**

A estrutura de capital do BNDES é composta pelas seguintes fontes de recursos: (i) Recursos do Tesouro Nacional, (ii) Recursos do FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador), (iii) Recursos do PIS-PASEP, (iv) Empréstimos Internacionais, (v) Emissão de debêntures no mercado doméstico, (vi) Depósitos, (vii) Captações no mercado local, (viii) Empréstimos no país, (ix) Repasses no país provenientes de fundos de desenvolvimento como o Fundo da Marinha Mercante e Fundo Nacional de Desenvolvimento, (x) Obrigações com TVM e (xi) Patrimônio Líquido. Entretanto, os recursos de terceiros (vi) a (x) representaram, no período estudado, menos de 5% da estrutura total de capital do BNDES. As exceções são os anos de 2008 e 2009. Em 2008, o BNDES recebeu depósitos interfinanceiros em função da crise de crédito iniciada naquele ano, sendo que em 2008, a captação via depósitos passou a representar 2,0% do total. Além disso, ainda em 2008, o BNDES contraiu empréstimos no país junto ao Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) no valor de R\$6,1 bilhões, representando naquele ano, 2,0% da captação total. Finalmente, em 2008 e 2009, o BNDES realizou captações no mercado doméstico no montante de R\$8,5bilhões e R\$5,3bilhões respectivamente. Estas captações no mercado doméstico representaram 2,8% em 2008 e 3,4% em 2009 do total da captação. Por este motivo, discorreremos somente sobre as demais fontes de capital de terceiros, que juntas, representaram 86% em média do total de captação de recursos, incluindo captações de recursos próprios (Patrimônio Líquido).

## 2.2 CRIAÇÃO DE VALOR

Os dois principais conceitos utilizados para elaboração deste estudo foram: (i) Valor Econômico adicionado ou Economic Value Added – EVA<sup>®</sup> e (ii) Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) ou Weighted Average Cost of Capital (WACC). Antes de abordarmos o conceito de Valor Econômico Adicionado, é importante destacar dois conceitos preliminares: o de custo de oportunidade do capital e o de lucro econômico.

Mankiw (2008) define o custo de oportunidade de um bem como o custo para desistir de todas as outras alternativas de consumo para adquiri-lo. Os custos de produção de uma empresa são chamados de custos explícitos, pois envolvem desembolso de quantias de dinheiro para se obter o insumo necessário (salário ou matéria-prima por exemplo). Entretanto, os custos de oportunidade são chamados de custos implícitos pois não exigem desembolso de dinheiro por parte da empresa. Segundo Mankiw (2008), este conceito está embutido na diferença como os economistas e contadores analisam as empresas, pois os economistas estão preocupados em avaliar como as empresas tomam decisões de produção e de precificação, decisões estas que envolvem custos implícitos e explícitos. Por outro lado, os contadores estão apenas preocupados com o fluxo de dinheiro que entra e sai da empresa e, portanto, incluem somente os custos explícitos em suas avaliações.

Segundo Fuji (2004), o lucro contábil é a diferença entre as receitas realizadas e os custos consumidos. Para o cálculo deste custo há maior objetividade porque os ativos são avaliados de acordo com seus custos originais e portanto, há maior ênfase nos custos. Por outro lado, o lucro econômico é o incremento no valor presente do patrimônio líquido, sendo que, nesta metodologia, os ativos são avaliados pelo valor presente do fluxo de benefícios futuros. Neste caso, há maior subjetividade na apuração do lucro e a ênfase maior é dada aos valores. Fuji (2004) ainda argumenta que os principais pontos que devem ser destacados em relação as diferenças entre o lucro econômico e o lucro contábil é que: (i) o lucro econômico é apurado pelo incremento do patrimônio líquido; (ii) o patrimônio líquido é mensurado pela capitalização dos recebimentos líquidos futuros; (iii) o lucro contábil não guarda nenhuma relação com o lucro econômico sendo que os ativos são avaliados somente pelos custos não expirados.

O conceito do lucro econômico tem suas origens no que Marshall (1952) definiu como lucro residual como sendo o lucro que sobra para o proprietário ou administrador após a dedução do custo financeiro do capital a taxa de juros corrente, ou seja, a criação de valor pela empresa em qualquer período deve considerar não somente as despesas contabilizadas em seus balanços, mas também o custo do capital empregado no seu negócio. Segundo Copeland, Koller and Murrin (1994), o lucro econômico mede o valor criado em uma empresa em algum período, sendo definido como o capital investido multiplicado pela diferença entre o Retorno sobre o capital investido (ROIC) e o custo médio ponderado de capital (CMPC ou WACC). Apresentando o mesmo conceito de outra forma, o lucro econômico é o lucro operacional líquido após os impostos menos o custo médio ponderado de capital (CMPC) multiplicado pelo capital investido, de acordo com a fórmula a seguir.

$$\text{Lucro Econômico} = \text{Lucro operacional após os impostos} - (\text{Capital Investido} \times \text{CMPC})$$

Em 1989 a consultoria Stern Stewart & Co, tendo como base o conceito da criação de valor e do lucro econômico apresentado acima, desenvolveu a metodologia do Valor Econômico Adicionado ou Economic Value Added (EVA<sup>®</sup>) como a medida mais apropriada para verificar se uma empresa gerava lucro econômico. Este conceito é relevante na avaliação de lucratividade das empresas, pois verifica se os lucros operacionais após impostos excedem o custo de todo o capital empregado na empresa para financiar suas operações. Por este motivo, este conceito é amplamente difundido e utilizado por investidores, como medida de rentabilidade e por empresas, como medida de performance de seus executivos.

Além do conceito difundido pela consultoria Stern Stewart & Co, outros livros foram elaborados defendendo a utilização desta metodologia como melhor forma de avaliação de uma empresa por ser baseada na criação de valor. Young and Byrne (2000) argumentam que a metodologia do Valor Econômico Adicionado é a mais apropriada pois considera não somente o custo de financiamento via capital de terceiros, ou seja, o custo da dívida emitida, como também o custo do financiamento via capital próprio. Nesse sentido, o Valor Econômico adicionado mede a diferença entre o custo de capital da empresa e o retorno sobre este capital empregado.

Brigham, Gapenski e Ehrhardt (1999) argumentam que, quando uma empresa utiliza diferentes fontes de capital, devido a diferença na percepção de risco para cada uma das fontes de recursos, é adequada a utilização do custo médio ponderado deste capital de acordo com o percentual de cada uma das fontes na estrutura total de financiamento da empresa, o que significa, a estrutura de capital da empresa.

Dornas (2001) apresenta outra forma de analisar o Economic Value Added (EVA<sup>®</sup>). Considerando que o EVA<sup>®</sup> é obtido pela diferença entre o Lucro operacional após os impostos sobre o capital investido e o capital investido multiplicado pelo custo médio ponderado de capital, Dornas (2001) decompõe esta fórmula em dois componentes principais. O primeiro – lucro operacional após os impostos dividido pelo capital investido ou Retorno sobre o capital investido, significa o “dever de casa” que a empresa precisa fazer ou todas as obrigações da empresa para melhor utilizar seus ativos e obter o melhor retorno. A segunda parte – Capital investido multiplicado pelo custo médio ponderado de capital, significa o custo de capital necessário para a criação de valor para a empresa.

### 3 METODOLOGIA

Segundo o Banco Central Europeu – ECB (2010), há três medidas diferentes para avaliação da performance das instituições financeiras: (i) indicadores de performance tradicional; (ii) indicadores de performance econômica e (iii) indicadores de performance baseados em preços de mercado. Os indicadores de performance tradicional são Return on Equity (ROE) ou retorno sobre o patrimônio líquido (RSPL), que é a razão entre o lucro anualizado e o patrimônio líquido médio da instituição financeira; o Return on Assets (ROA) ou Retorno sobre Ativos (RSA), que é a razão entre o lucro líquido anualizado e o ativo médio; Cost-to-income ratio ou índice de eficiência, que é a razão entre as despesas operacionais e as receitas operacionais; e o Net Interest Margin (NIM) ou margem líquida de juros, que mede a relação entre o resultado líquido de juros e os ativos remuneráveis.

Segundo o Banco Central Europeu (2010), os indicadores de performance econômica, por sua vez, são Economic Value added (EVA<sup>®</sup>) ou Valor Econômico adicionado (VEA), que mede o retorno total em relação ao investimento, considerando o conceito de custo de oportunidade; e o Risk-adjusted return on capital (RAROC) ou retorno sobre capital ajustado ao risco, que considera o nível de risco associado ao resultado das atividades da instituição financeira.

Neste sentido, a metodologia utilizada para verificar se o BNDES gera lucro econômico foi o EVA<sup>®</sup> (Economic Value Added), desenvolvida pela consultoria Stern Stewart & Co em 1989. Segundo esta metodologia, os administradores das empresas deveriam focar na maximização do lucro econômico adicionado (EVA<sup>®</sup> – Economic Value Added), que é o resultado do lucro operacional após a despesa com pagamento de Imposto de Renda menos o custo do capital empregado na empresa para produzir os seus resultados. O EVA<sup>®</sup> reduzirá se os administradores empregarem recursos em projetos que gerem retornos menores do que o custo do capital empregado. Stern, Stewart e Chew (1997) também pondera que o EVA<sup>®</sup> é a única medida de desempenho que é perfeitamente consistente com a Regra de Orçamento de Capital em que todos os projetos com Valor Presente Líquido (VPL) negativo devem ser rejeitados e todos os projetos com VPL maior ou igual a zero devem ser aceitos.

$$\text{EVA}^{\text{®}} = \text{Lucro operacional após despesa com imposto de renda} - \text{Custo de capital (i)}$$

$$\text{Custo de Capital} = \text{Custo médio ponderado de capital} \times \text{Capital Empregado (ii)}$$

Stern, Stewart e Chew (1997) argumentam que o EVA<sup>®</sup> é a única medida diretamente relacionada com o valor de mercado intrínseco. Ao descontar o EVA<sup>®</sup> futuro de um determinado projeto pelo custo de capital daquele projeto, obtém-se o Valor Presente Líquido do Projeto. Da mesma maneira, ao aceitar projetos que geram Valor Presente Líquido positivo, estamos também aceitando todas as oportunidades de investimento que produzem EVA<sup>®</sup> descontado positivo.

### 4. RESULTADOS OBTIDOS

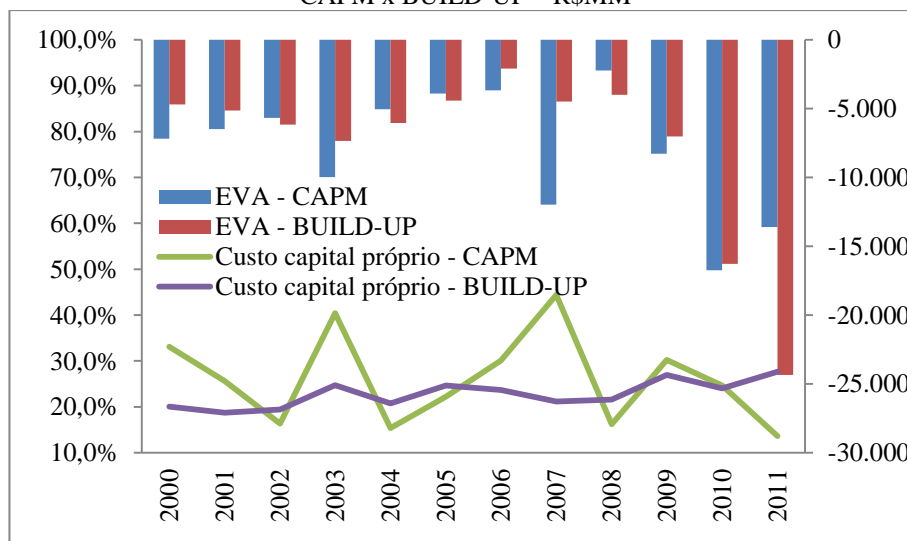
Os resultados obtidos no estudo conduzido comprovou que, de fato, o BNDES não gera lucro econômico para seus acionistas. A tabela 1 a seguir mostra que, para todos os cenários de estimativa do custo do capital próprio, o EVA<sup>®</sup> ou lucro econômico adicionado é negativo para toda a série (exceto para o cenário 2 no ano de 2006, quando o lucro econômico adicionado calculado foi de R\$1.052 milhões). O cenário 2, que utiliza o índice Basiléia como premissa para o custo de capital próprio e consequentemente o que produz menor Custo médio ponderado de capital (WACC), o EVA<sup>®</sup> obtido é o maior, ainda que negativo em toda a série exceto em 2006. O cenário 3, que utiliza o modelo de *build-up* como embasamento para a estimativa do custo do capital próprio é o pior cenário em termos de destruição de valor ao acionista.

Tabela 1: EVA<sup>®</sup> obtido para cada cenário – R\$ MM

EVA - R\$MM	CAPM	BASILÉIA	BUILD-UP
2000	-7.185	-2.995	-4.710
2001	-6.486	-3.627	-5.131
2002	-5.673	-4.808	-6.164
2003	-9.982	-5.062	-7.352
2004	-5.055	-4.248	-6.052
2005	-3.901	-1.487	-4.419
2006	-3.686	1.052	-2.099
2007	-11.975	-1.194	-4.487
2008	-2.234	-525	-3.992
2009	-8.273	-1.084	-7.028
2010	-16.749	-6.205	-16.267
2011	-13.610	-11.611	-24.352

Fonte: Elaboração própria

Analisando os cenários CAPM e Build-up, há convergência dos resultados para o EVA<sup>®</sup> estimado, exceto nos anos de 2007, quando o EVA<sup>®</sup> foi negativo em R\$11.975 milhões no cenário de CAPM e no ano de 2011 quando o EVA<sup>®</sup> calculado foi negativo em R\$24.352 milhões, conforme gráfico 1. Considerando que, a estimativa de Lucro operacional após os impostos e proventos e os demais componentes do custo médio ponderado do capital (CMPC ou WACC) são os mesmos para os três cenários, analisaremos o custo do capital próprio para estes cenários nos anos que houve divergência na estimativa (2007 e 2011).

Gráfico 1: EVA<sup>®</sup> e Custo do Capital Próprio Estimado – CAPM x BUILD-UP – R\$MM

Fonte: Elaboração própria

No cenário de custo de capital próprio através do modelo de build-up, o spread médio foi adicionado ao custo médio de captação do Tesouro Nacional, ou seja, para o acionista único do BNDES, o retorno requerido seria o seu custo de captação adicionado ao prêmio pelo risco do investimento no segmento bancário (spread médio).

Conforme informado acima, o custo médio de captação do Tesouro Nacional foi estimado através da despesa anual de juros pagos pelo Governo dividido pelo estoque médio de dívida pública mantida pelo Governo Federal. O custo médio de captação do Tesouro Nacional foi de 7,03% no período (incluindo ganhos ou perdas com swap da exposição cambial). O outro componente do custo de capital próprio para esta metodologia, o spread PJ, manteve-se, no período estudado, em 14,73% ao ano, em média.

É importante também analisar o ano de 2006, quando houve geração de lucro econômico positivo medido pelo EVA<sup>®</sup> no cenário de Basiléia. Houve, neste ano, a combinação de alguns fatores que contribuíram para a obtenção de um EVA<sup>®</sup> positivo. O primeiro foi a descolamento entre o lucro operacional ajustado antes dos

impostos, cujo aumento ano a ano foi de 15,8% e o lucro líquido cujo aumento foi de 97,7%. Isso ocorreu, porque em 2006, houve reversão na provisão para créditos de liquidação duvidosa, que passou de negativa em R\$844,6 milhões em 2005 (média 2000-2005: R\$1.7015 milhões) para positiva em R\$1.052 milhões em 2006. Para o cálculo do lucro econômico, revertemos a provisão para créditos de liquidação duvidosa por se tratar de uma despesa que não envolve efetiva saída de caixa. Nesse sentido, o lucro econômico de 2006 foi reduzido em R\$1.052 milhões, enquanto que o lucro econômico de 2005 foi aumentado em R\$844,6 milhões.

O segundo fator é o recebimento de dividendos e juros sobre capital próprio pelo principal acionista, a União. Conforme explicado acima, incluímos no cálculo do lucro econômico o valor dos proventos (dividendos e juros sobre o capital próprio) recebidos pelo acionista como parte de sua lucratividade. Em 2006, o dividend payout ratio (Proventos pagos dividido pelo lucro líquido contábil) ficou estável em relação ao ano de 2005 (72%). Entretanto, como o lucro líquido apresentou incremento de 97,7% em 2006, o valor absoluto dos proventos pagos aumentou em 100,4% na comparação ano a ano.

Ao analisar os demonstrativos contábeis e notas explicativas do BNDES no período entre 2000 e 2011, concluímos que as possíveis razões para o banco ter obtido lucro contábil positivo e lucro econômico negativo não estão relacionadas com a atividade de emprestar recursos para empresas, o que é o principal objetivo do BNDES como banco de fomento. As possíveis razões são: (i) Resultado com aplicações em títulos e valores mobiliários, o que inclui carteira de títulos públicos e (ii) Resultado de dividendos e juros sobre capital próprio, alienação de investimentos e resultado de equivalência patrimonial obtidos com os investimentos nas empresas do BNDESPAR. A seguir examinaremos estas duas hipóteses.

Durante o período estudado, o BNDES manteve em seus ativos, uma carteira de títulos e valores mobiliários composta, majoritariamente, por títulos públicos. Esta carteira também possui ações, debêntures e cotas de fundos de investimentos. A participação desta carteira no total de ativos foi, em média, de 14% e representou cerca de 20%, em média, do total de operações de crédito e repasse.

Xiao e Zhao (2012) examinam os efeitos que contribuem para o aumento da inovação e aumento da produtividade. Um dos aspectos é a participação do governo no capital dos bancos. Segundo Xiao e Zhao (2012), existem duas visões diferentes em relação a como a participação governamental em bancos afeta a produtividade e inovação: (i) Visão de Desenvolvimento e (ii) Visão Política. A visão de desenvolvimento postula que os bancos controlados pelo governo investem mais em projetos que geram externalidades positivas em comparação aos bancos privados. Por outro lado, a visão política suporta que o governo, através de bancos públicos pode promover emprego, subsídios e outros benefícios para aqueles que o suportam e em troca recebem votos, contribuições políticas e propinas. Neste caso, a visão política sustenta que o governo controla a maneira como os recursos serão investidos, em quais projetos serão investidos, mas possivelmente podem financiar projetos que não são eficientes e possuem efeito adverso no aumento da produtividade.

Tendo como base a visão desenvolvimentista descrita por Xiao e Zhao (2012) acerca de como a participação governamental em bancos afeta a inovação e produtividade e os resultados macroeconômicos obtidos no período analisado, concluímos que, o BNDES atingiu seu objetivo. A geração de prejuízo econômico pelo BNDES pode ser considerada uma ferramenta para obtenção de crescimento econômico e desenvolvimento social.

## 5. CONCLUSÕES

Os resultados obtidos com o estudo elaborado nos mostraram que o BNDES não gerou lucro econômico no período entre 2000 e 2011. A estimativa do lucro econômico considera variáveis objetivas, adquiridas através dos demonstrativos contábeis e notas explicativas publicadas pelo BNDES e auditadas por empresa de auditoria independente.

A necessidade de assumir premissas para algumas variáveis, como o custo do capital próprio é uma das limitações deste trabalho e para contornar este fato, utilizamos três cenários para esta estimativa: (i) modelo CAPM, (ii) índice de Basiléia e (iii) modelo build-up.

Para os três cenários, obtivemos o mesmo resultado: o BNDES não gerou lucro econômico no período estudado. Os resultados obtidos foram diferentes, em termos da magnitude do valor estimado, mas todos sinalizaram, de acordo com essa metodologia, a destruição de valor ao acionista. Mesmo no cenário mais conservador, aquele que assume como taxa de retorno para o capital próprio o índice de Basiléia mínimo exigido pelas autoridades reguladoras, houve destruição de valor. Isto preocupa, pois a destruição de valor gera uma necessidade

sistemática de aportes de capital no BNDES para manutenção do índice da Basiléia e, conseqüentemente, manter a boa saúde financeira do banco.

Entretanto, é importante ressaltar que o acionista do BNDES não é um investidor buscando obter retornos acima de seu custo de capital. O acionista único do BNDES é o Governo Federal, cujo maior objetivo é o crescimento econômico do país (aumento do Produto Interno Bruto), distribuição de renda, redução da desigualdade social, redução da taxa de desemprego e outras melhorias sociais. Ao analisar a evolução dos dados macroeconômicos no período, há indícios de que as operações de empréstimos e financiamentos concedidos pelo BNDES foram utilizadas para melhorar os indicadores econômicos e sociais.

Como sugestão para futuros trabalhos, sugerimos um estudo sobre se o BNDES gera maior prejuízo econômico em anos de contração econômica, pois há um aspecto contra cíclico do BNDES. Outra sugestão seria ampliar o período do estudo para permitir a comparação do desempenho econômico do BNDES durante diferentes mandatos presidenciais, ou seja, em governos com diferentes estilos de administração pública.

## **6. BIBLIOGRAFIA**

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES. Apresentação institucional. Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/AF\\_DEPCO\\_Portugues.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/AF_DEPCO_Portugues.pdf)

BRIGHAM, E., EHRHARDT, M., GAPENSKI, L. Financial Management: Theory and Practice. 9 ed. Forth Worth, 1999

COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN J. Valuation: Measuring and Managing the value of companies. 2 ed. Nova Iorque, 1994

DORNAS, G. EVA® - The Economic Value Added and the Brazil's Reality is the WACC Calculation Reasonable for our industries?. Caderno de Idéias, Fundação Dom Cabral, Ago. 2001

EUROPEAN CENTRAL BANK. EU Banking Structures. Beyond ROE – How to measure bank performance. Frankfurt, 2010

FUJI, Alessandra H. O conceito de lucro econômico no âmbito da contabilidade aplicada. Revista de Contabilidade e Finanças, São Paulo, Set./Dez. 2004

MANKIW, N. G. Introdução a Economia. 4 ed. São Paulo, 2008

MARSHALL, A. Principles of Economics. Vol. 1. 8 ed. Nova Iorque 1952

RELATÓRIO DE ECONOMIA BANCÁRIA E CRÉDITO 2011. Banco Central do Brasil. Rio de Janeiro. Dez. 2011

STERN, M. J., STEWART III, B. G., CHEW, D. H. The EVA® Financial Management System. Nova Iorque, 1997

XIAO, S., ZHAO, S. Financial Development, Government ownership of banks and Firm Innovation. Xangai, Jan. 2012.