View metadata, citation and similar papers at core.ac.uk
brought to you by CORE
provided by Biblioteca Digital do IPB

navus
Revista de Gestão e Tecnologia

Recebido em 01/08/2013. Aprovado em 23/01/2014.
Avaliado pelo sistema *double blind peer review.*

Governo das sociedades, custos de agência e crise financeira: que relação?

Catarina Alexandra Alves Fernandes [1]

RESUMO

O debate sobre o governo das sociedades tem ganhado crescente relevo nos meios acadêmico e empresarial desde o fim da década de 1980. Esse maior destaque foi originado por diversos fatores, dos quais se salientam a crise na Ásia, os escândalos financeiros que assolaram grandes empresas cotadas norte-americanas e algumas empresas de auditoria e, mais recentemente, a crise financeira mundial. Embora há muito defendida a necessidade de aperfeiçoar os instrumentos existentes e de descobrir novos mecanismos, de modo a encontrar um sistema de governo das sociedades que minimize os custos de agência, a crise financeira mundial com origem nos EUA veio dar-lhe novo "fôlego". E, agora, com especial ênfase na banca. Falhas no governo das sociedades, em particular no setor bancário, têm sido apontadas como culpadas pela crise financeira global iniciada em 2007, só comparável à Grande Depressão. Assim, este artigo pretende, em primeiro lugar, apresentar uma caracterização genérica dos mecanismos de governo das sociedades, integrando no estudo os denominados custos de agência e, em seguida, analisar tais mecanismos no setor bancário, estabelecendo uma relação entre eles e a crise financeira. A pesquisa efetuada permite demonstrar a importância dos instrumentos de governo das sociedades na minimização dos custos de agência, nomeadamente no contexto da crise financeira. Ainda que o setor bancário tenha as suas especificidades, a investigação feita indica que existe uma relação entre aqueles instrumentos e a performance dos bancos e que fragilidades no governo das sociedades determinaram em larga medida a crise financeira.

Palavras-chave: Governo das sociedades. Custos de agência. Crise financeira. Setor bancário.

1 INTRODUÇÃO

A necessidade de existência de um conjunto de estruturas jurídicas e institucionais, bem como de práticas empresariais que assegurem que a empresa concretiza os objetivos para os quais for criada, sendo gerida de forma eficaz e eficiente, é desde há muito reconhecida. Todavia, a crise financeira iniciada em 2007, tendo repercussões globais severas que atingiram de forma muito intensa o setor financeiro, em geral e o bancário em particular, veio dar particular relevo ao governo das sociedades[2] . Com efeito, em todo o mundo, muitas instituições financeiras entraram em colapso ou foram salvas da falência por ajudas públicas, desde o início da crise financeira.

Muitos, destacados acadêmicos, profissionais, autoridades públicas e diversos organismos, atribuem tal situação a falhas e até mesmo à negligência no governo das sociedades, nomeadamente a "branda"

[2]Versão portuguesa da expressão anglo-saxônica "corporate governance".

[1] Doutoranda em Finanças na Faculdade de Economia da Universidade do Porto. Professora Adjunta do Instituto Politécnico de Bragança. cfernandes@ipb.pt

fiscalização do conselho de administração e imperfeições nas práticas remuneratórias dos executivos, que encorajaram políticas agressivas de risco. De acordo com Kirkpatrick (2009, p. 2), "[...] the financial crisis can be to an important extent attributed to failures and weaknesses in corporate governance arrangements." Permanece, pois, atual a questão do alinhamento dos atos praticados pelos gestores com os interesses desses em nome de quem agem[3], tendo ganhado uma nova dimensão à luz da recente crise financeira.

Nesse sentido, o principal objetivo deste estudo é analisar a relação existente entre os instrumentos de governo das sociedades e a crise financeira, procurando compreender o modo como se fez sentir a sua infuência. Dadas as acusações repetidamente feitas aos conselhos de administração, são analisadas em particular as suas características, relacionando-as com a performance do setor bancário. Ainda, é feita uma caracterização genérica dos principais mecanismos de governo das sociedades abordados na literatura, integrando-os no contexto dos problemas de agência.

2 GOVERNO DAS SOCIEDADES

Com o advento do século XX, assistiu-se ao crescimento das empresas, à concentração do poder econômico e, simultaneamente, à dispersão da propriedade. A expansão das empresas, exigindo a reunião de capitais em larga escala, originou a separação entre gestores e acionistas. O crescente acréscimo da dimensão, passando a envolver cada vez maior delegação de autoridade, com fluxos de informação mais complexos e caros, e requerendo volumes mais elevados de capital, tornou-se incompatível com a existência de um único investidor individual. A possibilidade de os gestores das empresas com capital disperso decidirem de modo contrário aos interesses dos acionistas, de que se tem conhecimento pelo menos desde o estudo de Berle e Means (1932), obriga à existência de mecanismos que induzam à prossecução dos fins para que haja sido criada a empresa.

Os mecanismos que se têm desenvolvido para minimizar as perdas associadas à separação entre a propriedade e o controle são geralmente agrupados sob a designação de sistemas de governo das sociedades. Esses sistemas utilizam de forma integrada um conjunto de instrumentos que permitem, pelo menos parcialmente, limitar os designados custos de agência (associados à existência de interesses não coincidentes entre os acionistas e os gestores).

2.1 Conceito e diferentes perspectivas

Embora o conceito de governo das sociedades seja utilizado frequentemente em diversas áreas científicas, todas elas preocupadas em estudar a empresa, a sua definição está longe de ser consensual.

Segundo Shleifer e Vishny (1997, p. 737), "corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment". Na mesma linha, Denis e McConnell (2003, p. 2) definem

> [...] corporate governance as the set of mechanisms – both institutional and market-based – that induce the self-interested controllers of a company (those that make decisions regarding how the company will be operated) to make decisions that maximize the value of the company to its owners (the suppliers of capital).

Também, conforme Mathiensen (2002):

> corporate governance is a field in economics that investigates how to secure/motivate efficient management of corporations by the use of incentive mechanisms, such as contracts, organizational designs and legislation. This is often limited to the question of improving financial performance, for example, how the corporate owners can secure/motivate that the corporate managers will deliver a competitive rate of return.

Por outro lado, de acordo com Monks e Minow (2001, p. XVII) "corporate governance is the relationship among various participants (chief executive officer, management, shareholders, employees) in determining the direction and performance of corporations". Próximo de Monks e Minow (2001), Blair (1995, p. 3) define governo das sociedades como "[...] the whole set of legal, cultural, and institutional arrangements

[3]Torna-se fundamental encontrar mecanismos que induzam a uma eficiente afetação de recursos e que exijam a responsabilização pelo modo como esses recursos são usados, minimizando assim os custos de agência.

that determine what public corporations can do, who controls them, how that control is exercised, and how the risks and return from the activities they undertake are allocated". Conforme Tirole (2001, p. 3): "the traditional shareholder approach is too narrow a view of an economic analysis of corporate governance. [...] as the design of institutions that induce or force management to internalize the welfare of stakeholders."

Sendo comum a todas as definições a ideia de que existe uma questão de partilha de poder e de resultados na empresa e que o propósito do governo das sociedades é assegurar que estas são permanentemente geridas de modo a alcançar os objetivos para que foram criadas, a divergência principal assenta na questão de saber se os objetivos da empresa devem contemplar apenas os interesses dos acionistas ou se, pelo contrário, os interesses dos demais *stakeholders* (agentes econômicos com interesses legítimos na empresa) devem também ser prosseguidos pelos gestores. Por outras palavras, importa saber no interesse de quem a empresa deve ser gerida: acionistas ou *stakeholders*.

Os defensores da proteção exclusiva dos interesses dos acionistas argumentam que estes se encontram especialmente sujeitos a custos de agência, dado realizarem investimentos afundados[4] e, após o financiamento inicial, a empresa frequentemente não necessitar mais dos acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Os demais *stakeholders* se beneficiam da proteção de contratos específicos, ao contrário dos acionistas que são apenas titulares de direitos residuais[5] (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Com efeito, enquanto, por exemplo, os trabalhadores e os credores são pagos em razão daquilo que os respectivos contratos estabelecem, os acionistas apenas são remunerados em virtude dos lucros obtidos (em face do montante que sobeja após serem deduzidos aos rendimentos todos os gastos incorridos por força dos contratos específicos estabelecidos pela empresa). Acresce que, em caso de dissolução, os acionistas apenas são reembolsados depois de serem recompensados todos os outros titulares de direitos perante a empresa (SILVA et al, 2006).

Note-se que, conquanto os mecanismos contratuais constituam, por vezes, instrumentos poderosos de defesa dos interesses de alguns *stakeholders*, na realidade não existem contratos completos e perfeitos que eliminem totalmente a sujeição dos *stakeholders* a potenciais expropriações (SILVA et al, 2006). As decisões tomadas pelos gestores têm, naturalmente, impacto sobre os investidores, mas originam igualmente uma série de externalidades sobre um conjunto de *stakeholders* que têm relação com empresa, por exemplo: trabalhadores, clientes, fornecedores e comunidades onde as empresas estão localizadas (TIROLE, 2001). Tais externalidades podem ser substanciais. Por exemplo, o encerramento de uma fábrica por uma grande empresa numa área deprimida economicamente tem consequências dramáticas para os seus trabalhadores e para a economia local (TIROLE, 2001).

Adicionalmente, os trabalhadores podem ter encetado processos no quais trabalham, o que sendo benéfico para a sua empresa em concreto pode tornar o seu capital humano menos valioso no mercado (SCHMIDT, 2003; GOERGEN, 2007). Nesse sentido, muitos advogam a necessidade de considerar a proteção dos interesses de todos os *stakeholders* e não apenas dos acionistas, defendendo Tirole (2001) que a abordagem tradicional baseada na criação de valor para o acionista é demasiado limitada para a análise do governo das sociedades. Esse pode, pois, ser visto numa perspectiva mais restrita (designada por *"shareholder orientation"*) ou numa perspectiva mais alargada (designada por *"stakeholder orientation"*) (SCHMIDT, 1997), sendo neste caso importante conceber mecanismos que obriguem os gestores a internalizar a maximização do bem-estar de todos os *stakeholders*.

Embora se reconheça desde logo a existência de problemas de agência entre gestores e acionistas, os acionistas (minoritários) não são os únicos a suportar os custos de agência. A literatura relata igualmente problemas de agência entre (1) gestores e credores; (2) gestores e trabalhadores; (3) fornecedores e clientes; (4) governo e empresas e (5) acionistas maioritários e acionistas minoritários.

Em suma, existem duas abordagens de governo das sociedades (LANE, 2003). A primeira, analisa a relação entre os financiadores das empresas – basicamente acionistas (principais) – e os gestores (agentes), sendo o objetivo fundamental do governo das sociedades assegurar o máximo retorno para os investidores. A segunda diz respeito à abordagem na ótica dos *stakeholders*, que se foca em toda a rede de relações formais e informais que determina como o controle é exercido dentro das empresas e como os riscos e benefícios são distribuídos entre os vários *stakeholders*. O princípio subjacente a esta perspetiva é que as empresas devem salvaguardar os interesses de um vasto grupo de participantes na sua atividade, em vez de proteger apenas os interesses dos acionistas.

[4] Sunk investments, na designação anglo-saxônica.
[5] Informação detalhada sobre direitos residuais pode ser obtida em Easterbrook e Fischel (1983), Fama e Jensen (1983a e 1983b), Baysinger e Butler (1985), Grossman e Hart (1986), e Hart e Moore (1990).

2.2 Governo das sociedades no contexto dos problemas de agência

O crescimento das empresas, associado à necessidade de ganhar dimensão, obriga a junção de um elevado montante de capitais, originando a separação entre a propriedade (acionistas) e a gestão/controle (gestores). Essa separação, ainda que tenha vantagens no nível do desenvolvimento da atividade empresarial, permitindo a realização de projetos que de outra forma não seria possível realizar[6], tem impacto no funcionamento das empresas. A divergência de interesses entre os intervenientes na vida das empresas acarreta os denominados custos de agência, sintetizados por Jensen e Meckling (1976) em três itens: (1) custos suportados pelos principais na fiscalização dos agentes (*monitoring expenditures*); (2) despesas realizadas pelos agentes para garantir aos principais que a gestão se submeterá aos seus interesses (*bonding expenditures*) e (3) perdas residuais em consequência do comportamento divergente dos agentes em relação aos interesses dos principais que não puderem ser totalmente evitadas (*residual loss*).

A necessidade dos mecanismos de governo das sociedades advém pois dos (potenciais) conflitos de interesses entre os participantes na estrutura da empresa (GILLAN; STARKS, 2003). Esses conflitos, chamados de problemas de agência, resultam de duas razões principais. Primeiro, os diferentes participantes têm diferentes objetivos e preferências e, segundo, têm informação imperfeita (assimetria de informação) acerca das ações, conhecimento e preferências dos demais participantes. Berle e Means (1932) realçam que a separação propriedade/controle, na ausência dos mecanismos de governo das sociedades, permite que os executivos atuem na prossecução dos seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos acionistas, donde se concluiu que se torna imperativo o desenho de mecanismos que induzam a que o comportamento dos gestores esteja alinhado com o interesse dos acionistas.

Quer o foco esteja nos acionistas (acionistas em geral ou acionistas minoritários[7]), quer esteja nos restantes *stakeholders*, o que se pretende é encontrar mecanismos de governo das sociedades que minimizem os custos de agência[8], atuando em simultâneo com mecanismos de índole contratual que conduzam a uma eficiente afetação de recursos.

Embora tais mecanismos variem de país para país e até mesmo de empresa para empresa dentro de um mesmo enquadramento legal e institucional, geralmente, identificam-se dois sistemas principais de governo das sociedades (SCHMIDT; TYRELL, 1997; SHLEIFER; VISHNY, 1997; FLIASTER; MARR, 2001; FRANKS; MAYER, 2001; GOERGEN, 2007): o sistema continental[9] (conotado com a Alemanha e o Japão, embora extensível no essencial aos demais países da Europa continental) e o sistema anglo-saxônico[10] (identificado com os EUA, o Reino Unido e os demais países de expressão e influência anglo-saxônica). A estrutura de propriedade, a relevância do mercado de capitais bem como o papel do conselho de administração são mecanismos indissociáveis de cada um dos modelos (EDUARDS; NIBLER, 2000; FRANKS; MAYER, 2001; LANE, 2003; CROMME, 2005).

2.3 Mecanismos de governo das sociedades

Os mecanismos de governo das sociedades ainda que diversos e de relevância distinta, consoante o sistema de governo da sociedade em que se inserem, são classificados em internos e externos (DENIS; MCCONNELL, 2003).

2.3.1 Principais mecanismos internos

Nesta seção são apresentados os principais mecanismos internos, a saber: conselho de administração, estrutura da propriedade e sistema remuneratório.

[6] Com efeito, a separação permite, por um lado, que os acionistas participem nos resultados associados à atividade empresarial, mesmo que não tenham conhecimentos e competências empresariais e/ou não queiram/possam despender tempo com a gestão e, por outro lado, permite aos gestores realizar projetos rentáveis mesmo que não disponham de recursos monetários para tal. Além disso, a dispersão de capital permite a diversificação do risco.

[7] A questão coloca-se aqui na relação entre os acionistas maioritários e os pequenos acionistas, originando problemas de eventual expropriação dos minoritários.

[8] Os custos de agência são uma realidade que não pode ser negligenciada na medida em que originam perdas siginificativas de bem-estar, tendo impacto na economia como um todo.

[9] Igualmente designado por sistema baseado nas relações (relation-oriented system) ou sistema de controle interno (insider system).

[10] Também chamado de sistema de controle pelo mercado (market-oriented-system) ou sistema de controle externo (outsider system).

2.3.1.1 Conselho de administração

A estrutura e funcionamento do conselho de administração é um elemento basilar de qualquer um dos sistemas de governo das sociedades. Fama (1980) e Fama e Jensen (1983b), por exemplo, consideram o conselho de administração um importante mecanismo interno de governo das sociedades.

No sistema anglo-saxônico, a função fiscalizadora é exercida no seio do próprio órgão de administração, por alguns dos seus membros que, não exercendo funções executivas e por força de qualificações e atribuições particulares que lhe são exigidos, se encontram em posição de destaque para o efeito. Assim, o conselho de administração é tipicamente integrado por dois tipos de administradores: administradores internos (*insiders*) e administradores externos (*outsiders*).

Os primeiros são, em regra, executivos e frequentemente fizeram carreira na empresa, enquanto os segundos são, por norma, não executivos e sem ligação à estrutura interna da empresa. É suposto que os segundos sejam independentes[11] e tenham como funções principais fiscalizar e avaliar o desempenho dos administradores executivos. Para além do requisito da independência, a adequada fiscalização e avaliação dos gestores executivos exige que gestores não executivos dediquem tempo e tenham conhecimentos necessários para compreender adequadamente o funcionamento da empresa.

Em diversos países da Europa continental (como é o caso da Alemanha e da Áustria), pelo contrário, predomina o denominado modelo dualista, que se caracteriza pela existência de dois órgãos com responsabilidades pela administração da empresa: o Conselho de Administração Executivo (*Executive Board*) e o Conselho Geral e de Supervisão (*Supervisory Board*). O primeiro é responsável pela gestão da empresa, enquanto ao segundo cabe a fiscalização e controle, bem como a nomeação e demissão dos administradores executivos, sendo os seus membros eleitos pelos acionistas.

A efetiva capacidade do Conselho Geral e de Supervisão de supervisionar e controlar a ação dos administradores executivos depende da independência dos seus membros. A ideia subjacente à sua constituição é também, em alguns países, a de conferir capacidade a determinados *stakeholders* para fiscalizar a gestão quotidiana e interferir na formulação da política estratégica da empresa. Na Alemanha e na Áustria, por exemplo, o princípio da codeterminação, implica que tanto os acionistas, quanto os trabalhadores tenham assento no Conselho Geral e de Supervisão[12]. Por exemplo, nas empresas alemãs com de quinhentos a dois mil trabalhadores um terço dos membros do Conselho Geral e de Supervisão são representantes dos trabalhadores, enquanto, se o número de trabalhadores for superior a dois mil, aquele número sobe para 1/2.

Na estrutura dualista, o presidente do Conselho Geral e de Supervisão é usualmente designado, na terminologia anglo-saxônica, por Chairman, e o presidente do Conselho de Administração Executivo, por Chief Executive Officer (CEO). No caso da estrutura monista, o presidente do Conselho de Administração é denominado por Chairman e o presidente da Comissão Executiva por CEO, podendo ou não haver uma separação de papéis.

Não obstante a relevância que é dada ao conselho de administração como mecanismo de governo das sociedades, esse é, todavia, alvo de algumas críticas quanto à sua eficácia. Questiona-se, desde logo, o desempenho dos administradores não executivos como supervisores e avaliadores independentes do desempenho dos administradores executivos, tendo em conta o processo de seleção e a informação que lhes é disponibilizada para análise (MACE, 1986). O fato de administradores não executivos de algumas empresas serem simultaneamente administradores executivos de outras empresas, por causa da (possível) existência de conflitos de interesses, é visto, do mesmo modo, como um fator limitativo da sua ação (LODERER; PEYER, 2002). Acresce-se que, tendo os administradores externos assento simultaneamente em diversos conselhos de administração, tal implica estarem excessivamente ocupados, o que não lhes permite uma efetiva monitorização (FICH; SHIVDASANI, 2006). De acordo com Perry e Peyer (2005), na presença de significativos problemas de agência tal situação conduz à destruição de valor.

2.3.1.2 Estrutura da propriedade

A propriedade e o controle raramente estão completamente separados no seio de uma empresa. Os que têm o poder de controle frequentemente têm algum grau de participação no capital das empresas que controlam, enquanto alguns proprietários, em virtude da dimensão das suas posições, efetivamente têm

[11] Um administrador, por definição, é não executivo e independente se não for funcionário da empresa nem com ela tiver qualquer relação comercial (ADAMS; MEHRAN, 2011; ADAMS, 2012).
[12] Para mais detalhes ver, respectivamente, o Código de Governo das Sociedades alemão (maio de 2012) e o Código de Governo das Sociedades austríaco (janeiro de 2012).

algum controle sobre as empresas que possuem (DENIS; MCCONNELL, 2003).

Assim, a estrutura de propriedade (na dupla vertente, identidade dos detentores do capital e dimensão das suas posições) é um mecanismo importante de governo das sociedades. Enquanto a propriedade dispersa predomina no modelo anglo-saxônico, no modelo continental a propriedade é muito concentrada, sendo usual a existência de acionistas – particularmente famílias – com posições significativas (LA PORTA et al, 1999).

O problema típico da dispersão da propriedade advém do fato de, detendo os acionistas individuais apenas uma pequena parcela do capital, possuírem poucos ou nenhuns incentivos para gastar recursos significativos na supervisão dos gestores (GROSSMAN; HART, 1980; SHLEIFER; VISHNY, 1986; VIVES, 2000; DENIS; MCCONNELL, 2003; GILLAN; STARKS, 2003), ou tentarem influenciar o processo de tomada de decisão no seio da empresa (DENIS; MCCONNELL, 2003).

Em estruturas muitos dispersas não existem, então, incentivos suficientes para que os pequenos acionistas assumam a monitorização da gestão, dados os custos que daí resultariam e o problema *free-rider* associado. Tal só seria possível quando aqueles acionistas tivessem dimensão suficiente que justificasse o investimento (DEMSETZ, 1983; SHLEIFER; VISHNY, 1986; GROSSMAN; HART, 1988; GILLAN; STARKS, 2003), limitando assim os problemas de agência. A solução passaria, dessa forma, pela existência de acionistas maioritários.

Todavia, a concentração da propriedade tem os seus próprios problemas de agência. Se, no caso da dispersão da propriedade, a questão se coloca na relação entre os acionistas (minoritários) e os gestores, dispondo estes de um elevado grau de arbitrariedade na tomada de decisões, originando a eventual expropriação daqueles, no caso da concentração da propriedade a questão coloca-se na relação entre os acionistas maioritários e os pequenos acionistas, causando a possível expropriação dos minoritários. O acionista maioritário está, regra geral, direta ou indiretamente, na gestão e dispõe de mais informação que os acionistas minoritários. Pode usar essa assimetria de informação em proveito próprio, em prejuízo da empresa no seu todo e dos acionistas minoritários em particular (SHLEIFER; VISHNY, 1997; SILVA et al, 2006). Donde se conclui que, mesmo havendo controle maioritário do capital por um acionista, se torna indispensável a existência de mecanismos de governo das sociedades.

Em alguns países do mundo, o governo é um proprietário de relevo de muitas empresas, financeiras e não financeiras, tendo assumido um papel significativo na crise financeira diante da necessidade de injeção de fundos públicos em diversos bancos.

2.3.1.3 Sistema remuneratório

Um mecanismo adicional para garantir o alinhamento de interesses é o sistema remuneratório apropriadamente estruturado (VIVES, 2000). Em teoria, uma forte relação entre compensações e performance da empresa permitiria uma maior convergência de interesses entre acionistas e gestores (JENSEN; MURPHY, 1990), pelo que o *package* remuneratório deveria incluir, entre outros, bônus e *stock options.*

No entanto, tal relação não é consensual. Segundo Lewellen, Loderer e Martin (1987), por exemplo, há evidências de que os sistemas de compensação são desenhados no sentido de reduzir os custos de agência, enquanto Yermack (1995) ressalta que as recompensas baseadas em *stock options* não revelam uma associação significativa com as variáveis explicativas relacionadas com a diminuição dos custos de agência. Também, conforme Shleifer e Vishny (1997, p. 747), é "[...] *problematic to argue that incentive contracts completely solve the agency problem".*

No sistema anglo-saxônico, as remunerações variáveis são a principal componente da remuneração dos gestores, sendo a sua magnitude, em regra, relacionada com os resultados ou com a cotação da empresa. Pelo contrário, no sistema continental, a remuneração variável é bastante menos significativa, tendo um peso menor na remuneração total.

2.3.2 Principais mecanismos externos

Os principais mecanismos externos são o controle pelo mercado de capitais e o ambiente legal, apresentados a seguir nesta seção.

2.3.2.1 Controle pelo mercado de capitais

O controle dos gestores pelo mercado de capitais, mediante a ameaça ou a concretização de aquisições hostis (*takeovers*), é um elemento fundamental do sistema anglo-saxônico. A ideia subjacente é a de que, se as

equipes de gestão forem incompetentes ou prosseguirem interesses próprios em detrimento dos interesses dos seus acionistas, as respectivas empresas não terão o valor maximizado, pelo que serão alvo de *takeover*, sendo tais equipes substituídas por outras mais competentes e empenhadas na criação de riqueza para os seus acionistas.

Nesse sentido, os *takeovers* servem como instrumento de redistribuição de recursos das equipes de gestão menos capazes para as mais competentes e dedicadas[13]. Consistente com essa ideia, Martin e McConnell (1991) encontraram evidências de um aumento da rotatividade dos gestores depois de *takeovers* bem- sucedidos e rotatividade mais frequente quando as empresas adquiridas revelaram, anteriormente ao *takeover*, desempenhos menos satisfatórios do que as demais empresas na sua indústria. Às aquisições hostis é também atribuído um papel disciplinador relevante quando mecanismos internos de governo das sociedades, como o sejam o conselho de administração, falham no controle de comportamentos não maximizadores de valor por parte dos gestores (JENSEN, 1986; SHIVDASANI, 1993).

No modelo continental, o controle exercido pelo mercado não é tido como relevante, sendo os *takeovers* raros (FRANKS; MAYER, 2001). Em muitos casos, esse mecanismo é combatido por medidas antitakeover impedindo o seu (suposto) efeito disciplinador. Adicionalmente, alguns estudos sugerem que não existe relação entre *takeovers* e *performance*, rejeitando a hipóteses de que as aquisições hostis têm um efeito disciplinador em empresas com fraco desempenho (FRANKS; MAYER, 1996). Importa também salientar que os *takeovers* podem ser um instrumento de agravamento dos problemas de agência na medida em que os gestores interessados em maximizar a dimensão dos seus impérios empresariais podem desperdiçar os recursos das empresas que administram na aquisição, por um valor excessivo, de outras empresas em detrimento da distribuição aos acionistas (DENIS; MCCONNELL, 2003).

Além da disciplina imposta pela ameaça de uma aquisição hostil, o mercado de capitais exerce um controle a posteriori das equipes de gestão – monitoramento passivo[14] –, que resulta da atividade de um conjunto de agentes econômicos que atuam em redor da empresa. É o caso dos analistas financeiros que analisam a informação divulgada, procedem à sua avaliação e sobre ela emitem juízos de valor. Esses agentes, mesmo não interferindo diretamente com as equipes de gestão, têm um importante papel na medição da sua performance, conduzindo a uma redução dos custos de agência (DOUKAS; KIM; PANTZALIS, 2000; TIROLE, 2001; DOUKAS; MCKNIGHT; PANTZALIS, 2005).

Nem todas as empresas cotadas, no entanto, estão sujeitas a esse mecanismo de monitoramento. Normalmente, as empresas "seguidas" pelos analistas financeiros tendem a ser as de maior dimensão e aquelas cujas ações são mais líquidas e dispersas.

2.3.2.2 Ambiente legal

Um outro importante mecanismo de governo das sociedades é o ambiente legal[15] (LA PORTA et al, 1998, 2000; DENIS; MCCONNELL, 2003). La Porta et al (1998, 2000) lembram que os países com lei comum (por exemplo, EUA e Reino Unido) têm mecanismos mais efetivos de proteção dos investidores do que os países com lei civil alemã (tais como Alemanha e Áustria) e escandinava (Suécia, Finlândia e Dinamarca, por exemplo), e fundamentalmente do que os países com lei civil francesa (como é o caso da França, Portugal e Espanha).

Adicionalmente, La Porta et al (1997) salienta a influência do ambiente legal na dimensão e profundidade dos mercados de capitais, concluindo que os países com lei civil francesa têm simultaneamente menor proteção dos investidores e mercados menos desenvolvidos e mais ilíquidos, enquanto os países com lei comum têm mercados mais amplos e mais líquidos. Ainda, La Porta et al (2002) evidenciam a maior valorização das empresas em países com melhor proteção dos acionistas.

A diversidade de regime jurídicos permite explicar a variedade de mecanismos de proteção dos investidores existentes na Europa continental e nos países anglo-saxônicos.

[13] Scharfstein (1988) modelizou os *takeovers* como instrumentos disciplinadores num contexto de assimetria de informação entre gestores e acionistas.

[14] De acordo com Tirole (2001, p. 9), "passive monitoring refers to investor behaviors that aim at measuring rather than affecting the value of assets in place. It does not raise NPV directly, but rather takes a picture of the health of the firm at various points of time. Passive monitoring is retrospective whereas active monitoring is prospective". Portanto, no monitoramento passivo, quem supervisiona não interage diretamente com a gestão, contribuindo apenas para uma melhor medição do seu desempenho. Para além dos analistas financeiros, também as agências de rating, por exemplo, fazem esse tipo de monitoramento.

[15] Este engloba duas dimensões: a existência de leis e o seu cumprimento.

3 CRISE FINANCEIRA

A "turbulência" nos mercados financeiros com início em 2007, em consequência do colapso dos empréstimos hipotecários de alto risco[16] nos EUA, conduziu a uma severa crise financeira, considerada como a mais séria crise financeira desde a Grande Depressão (BRUNNERMEIER, 2009; EICHENGREEN; O'ROURKE, 2010; ADAMS, 2012; BELTRATTI; STULZ, 2012), com graves repercussões na economia real. Com efeito, a crise do subprime nos EUA teve um enorme impacto nas instituições financeiras, em geral, e nos bancos, em particular, um pouco por todo o mundo: queda na capitalização de mercado, problemas de liquidez, falências e operações de salvamento mediante ajudas públicas.

Após anos de expansão do mercado imobiliário, num período de baixas taxas de juro – resultante dos grandes influxos de capitais estrangeiros, nomeadamente dos países asiáticos, e da adoção de uma política de baixas taxas de juro por parte da Federal Reserve System (banco central dos EUA) e preços crescentes das habitações, sendo muitos empréstimos concedidos a quem dava escassas garantias de pagamento, assistiu-se em 2007 à queda do mercado imobiliário norte-americano (BRUNNERMEIER, 2009; MENDOZA; QUADRINI, 2010; RÖTHELI, 2010) e, em consequência, ao desencadear de uma crise financeira em escala global.

Inesperadamente, para muitos economistas e intervenientes nos mercados financeiros, uma crise financeira de grande magnitude surgiu no "coração" do sistema financeiro mundial. Eichengreen e Bordo (2002) evidenciam que a maioria das crises, entre 1973 e 1997, ocorreu em países emergentes. Das 139 crises registradas, 95 ocorreram nesses países. Diversas razões justificam a perda de confiança em mercados emergentes por parte dos investidores, nomeadamente o pobre governo das sociedades[17]. Contudo, a crise financeira iniciada em 2007 surgiu nos EUA, país comumente apresentado como modelo em termos do "bom" governo das sociedades. Em certa medida, o fato de os EUA serem considerados como tendo forte proteção aos investidores e adequados mecanismos de governo das sociedades ajuda a explicar a razão pela qual a crise financeira foi prevista por tão poucos (ADAMS, 2012). Segundo Mendoza e Quadrini (2010), e Rötheli (2010), a complexidade dos produtos financeiros e a globalização dos mercados são dois aspectos caracterizadores da mais recente crise financeira. Ainda, a concorrência entre as agências de *rating* não conduziu a uma avaliação imparcial dos riscos, como necessário para os investidores (RÖTHELI, 2010).

Para tornar esses efeitos mais gravosos, nos últimos anos as agências de *rating* foram solicitadas a avaliar ativos financeiros novos e complexos para os quais não existia registro de dados históricos nem modelos adequados de quantificação do risco (BUITER, 2007). Por outro lado, a transação de empréstimos subprime titularizados ocorrendo, por vezes, juntamente com outros ativos menos arriscados, tornou difícil conhecer que investidores estavam expostos ao risco de descumprimento e a dimensão da exposição ao risco. O acentuado nível de opacidade no que se refere à dimensão e a incidência do risco dos investidores e os intermediários financeiros são da mesma forma, dois fatores intimamente relacionados com a crise financeira.

3.1 O setor bancário na crise financeira

Um número sem precedentes de instituições financeiras foi arrastado para uma situação de insolvência ou alvo de injeção de fundos por parte dos governos, para evitar a sua falência, desde o início da crise financeira global em 2007: Bear Stearns, Lehman Brothers, Citigroup e Merrill Lynch (nos EUA), HBOS e RBS (no Reino Unido) e Dexia, Fortis, Hypo Real Estate e USB (na Europa Continental).

A crise financeira mundial revelou uma fraqueza fundamental do sistema financeiro global: a ampla interdependência financeira (PISTOR, 2009) e a consequente globalização de seus efeitos (MENDOZA; QUADRINI, 2010). Não obstante, a crise revelou que as decisões de um ou poucos bancos individuais podem colocar em risco toda a economia (RÖTHELI, 2010). Esse fato é particularmente evidente em pequenas economias, de que a Islândia[18] é um exemplo (JACKSON, 2008). Outro exemplo é o UBS, o maior banco suíço. Após uma década de crescimento, registrou perdas de quarenta bilhões de dólares em 2008 e teve de ser salvo por ajudas públicas. Também bancos britânicos, americanos e alemães receberam quantias extraordinariamente grandes de dinheiro público para garantir a sua sobrevivência. O argumento para essa política de intervenção é o de que alguns bancos têm uma dimensão tal (e tão importantes interligações

[16] *Subprime mortgages* na designação anglo-saxônica.
[17] Essa debilidade foi, segundo Johnson et al. (2000), entre outros, o aspecto crucial da crise asiática de 1997-1998.
[18] Os três maiores bancos da Islândia prosseguiram estratégias de crescimento agressivas que levaram à sua queda e nacionalização e a uma grave crise política no país.

com outros bancos) que lhes confere relevância no sistema financeiro. Em outras palavras, existem bancos que são "too big to fail". Economistas referem diversos problemas de risco moral nessa situação. Os bancos têm incentivo para crescer até uma dimensão que, no caso de infortúnio, lhes assegure que serão salvos[19] (STERN, 2008). Assim, têm interesse em crescer independentemente do risco envolvido.

As imperfeições no governo das sociedades, especialmente no que diz respeito à atuação do conselho de administração, têm sido frequentemente responsabilizadas pela crise financeira global. As demissões de vários executivos de topo, as diversas recomendações contra a reeleição de conselhos de administração e, mais recentemente, a recusa na atribuição aos executivos de topo, incluindo o CEO, do pacote remuneratório proposto (medida ilustrativa do designado "ativismo dos acionistas"[20]) revelaram que os conselhos de administração têm vindo a ser, pelo menos em parte, acusados do mau desempenho das suas empresas. Os elevados bônus auferidos pelos executivos, com especial realce na banca[21], estão agora sendo sucessivamente contestados pelos acionistas, cujo descontentamento advém sobretudo da perceção do desajustamento entre o valor criado pela gestão e a remuneração por ela auferida.

No sentido de explicar a performance empresarial, diversos mecanismos de governo das sociedades, nomeadamente as características do Conselho de Administração, têm sido analisadas. Neste artigo, é dado especial ênfase ao setor bancário, por duas razões principais: (1) escassez de investigação e análise sobre o referido setor e (2) especificidade da sua atividade.

3.2 Governo das sociedades no setor bancário: especificidades e papel na crise financeira

Embora se tenha assistido ao colapso de um número impressionante de muitos grandes bancos em todo o mundo, a maioria dos artigos científicos não analisa as empresas financeiras. Existe, pois, pouca investigação acerca do governo das sociedades no que concerne ao setor bancário (ADAMS; MEHRAN, 2003; ADAMS, 2012).

Contudo, são os bancos diferentes? Ou os mesmos mecanismos de controle que funcionam nas empresas não financeiras funcionam também nos bancos? Com efeito, há pelo menos quatro particularidades dos bancos que tornam o governo das sociedades particular e justificam uma análise separada: maior opacidade, maior complexidade e maior regulação do que em outros setores, e garantia de depósitos (PROWSE, 1997; CIANCANELLI; GONZALEZ, 2000; CAPRIO; LEVINE, 2002; MORGAN, 2002; LEVINE, 2003; MACEY; O'HARA, 2003; MÜLBERT, 2009). Esses atributos podem enfraquecer muitos dos tradicionais mecanismos de governo das sociedades. Nos bancos, o governo das sociedades desempenha um papel especial em virtude da singularidade dessas organizações (ANDRES; VALLELADO, 2008).

Em primeiro lugar, o balanço dos bancos é notoriamente mais opaco do que o das empresas de outros setores de atividade. A qualidade dos empréstimos bancários, bem como de outros ativos nos quais os bancos investem, não é facilmente observável, o que torna difícil avaliar com precisão o risco que suportam. Em segundo lugar, a complexidade do negócio bancário aumenta a assimetria de informação e diminui a capacidade dos *stakeholders* de monitorar as decisões das equipes de gestão. Em terceiro lugar, em consequência do papel vital na prosperidade e desenvolvimento econômicos, os bancos são entidades fortemente reguladas e supervisionadas. Em quarto lugar, a natureza peculiar do sistema bancário torna-o suscetível a maiores problemas de risco moral. Apesar do efeito positivo da garantia de depósitos em impedir "corridas" dos depositantes, provocando instabilidade no sistema bancário, tal garantia também pode incentivar uma excessiva tomada de risco pelos bancos. Além disso, como referido anteriormente, a dimensão excessiva dos bancos pode agravar importantes problemas de risco moral (*"too big to fail"*).

Na tentativa de contribuir para a compreensão da crise financeira, diversos autores invocam a existência de problemas no governo das sociedades no setor financeiro e, em particular, no setor bancário (KASHYAP; RAJAN; STEIN, 2008). Eles têm, pois, procurado analisar os diferentes mecanismos de governo das sociedades, com claro destaque para as características dos conselhos de administração, relacionando-os com a performance.

As características do Conselho de Administração que têm sido mais intensamente estudadas referem-se à independência e à dimensão (DENIS; MCCONNELL, 2003), existindo diversas investigações que contemplam esses atributos (DAILY; DALTON, 1994; YERMACK, 1996; KLEIN, 1998; HERMALIN; WEISBACK, 1998, 2003;

[19] Na verdade, a eminência de insolvência de qualquer grande banco revela um cenário de crise em qualquer economia (RÖTHELI, 2010).
[20] O ativismo dos acionistas, tradução da expressão anglo-saxônica *"shareholders activism"*, refere-se ao conjunto de ações desenvolvidas pelos acionistas na defesa dos seus interesses, como seja o exercício ativo e consciente dos direitos de controle que possuem, tendo em vista garantir que a sociedade é gerida em seu benefício.
[21] Expressão portuguesa para se referir a movimento financeiro de conjunto de bancos.

BHAGAT; BOLTON, 2008; LEUNG; HORWITZ, 2010; ADAMS; MEHRAN, 2011; ADAMS, 2012; BELTRATTI; STULZ, 2012; ERKENS; HUNG; MATOS, 2012), ainda que nem todas versem sobre o setor bancário e sejam relativas à crise financeira.

Relativamente às empresas não financeiras, genericamente, a literatura evidencia dúvidas sobre se conselhos de administração mais independentes melhoram o desempenho das empresas (BHAGAT; BLACK, 1999; HERMALIN; WEISBACH, 2003; LEUNG; HORWITZ, 2010). Todavia, Klein (1998) e Bhagat e Bolton (2008) concluem que a maior proporção de administradores não executivos está negativamente associada ao desempenho, enquanto Daily e Dalton (1994), e Hermalin e Weisbach (1998) defendem o inverso.

No caso dos bancos, a maior independência pode ter um efeito negativo na medida em que conselhos de administração mais independentes não terão conhecimentos suficientes para supervisionar e compreender a complexidade da atividade bancária (ADAMS, 2012). Com efeito, Adams (2012) encontrou evidências de que os bancos que receberam ajudas financeiras tinham conselhos de administração mais independentes. Também Erkens, Hung e Matos (2012) documentam que as empresas financeiras com maior percentagem de administradores independentes foram precisamente aquelas que registraram pior rentabilidade durante o período da crise.

Não obstante, os argumentos teóricos sustentam que a independência tem um efeito positivo no desempenho, o que justifica que os Códigos de Boas Práticas preconizem a existência de um número específico e/ou percentagem de administradores independentes no conselho de administração.

No que concerne à dimensão, os conselhos de administração menores devem ser mais eficazes, visto que os custos da tomada de decisões são menores em grupos menores (ADAMS, 2012). A dimensão dos conselhos de administração está, assim, negativamente relacionada com o desempenho das empresas (YERMACK, 1996; HERMALIN; WEISBACH, 2003). Ainda que a dimensão dos conselhos de administração dos bancos seja maior (ADAMS, 2012), Adams e Mehran (2003) não encontraram evidências de que a maior dimensão dos bancos seja prejudicial para os acionistas.

Embora menos frequentemente, outras características são analisadas: a estrutura de propriedade (CAPRIO; LAEVEN; LEVINE, 2007; IANNOTTA; NOCERA; SIRONI, 2007; LAEVEN; LEVINE, 2009) e se as posições de Chairman e CEO são ocupadas pela mesma pessoa (BRICKLEY; COLES; JARRELL, 1997; BHAGAT; BOLTON, 2008; LEUNG; HORWITZ, 2010). Há muito que se defende que, quando o Chairman é também o CEO, a motivação do Conselho de Administração para supervisionar a gestão está comprometida em virtude da falta de independência e de conflitos de interesses (JENSEN, 1993). Conforme Bhagat e Bolton (2008), por exemplo, a separação de funções está positivamente associada ao desempenho.

Porém, os defensores da "não separação" argumentam que a "união" das duas posições fornece uma liderança forte, capaz de tomar decisões para o melhor interesse da empresa (BRICKLEY; COLES; JARREL, 1997), ainda mais no contexto de uma crise financeira. Embora alguns Códigos de Boas Práticas especifiquem que as funções de Chairman e CEO não devem ser desempenhadas pela mesma pessoa, há pouca evidência sobre se tal separação influencia a eficácia do governo das sociedades[22] (DENIS; MCCONNELL, 2003).

A estrutura de propriedade é, igualmente, um importante mecanismo de governo das sociedades dos bancos (CAPRIO; LAEVEN; LEVINE, 2007), influenciando a sua capacidade de assumir riscos (LAEVEN; LEVINE, 2009). Erkens, Hung e Matos (2012) mostram que as empresas financeiras com maior percentagem de investidores institucionais tiveram pior rentabilidade na crise financeira por causa da maior assunção de risco antes da crise. De acordo com Iannotta, Nocera e Sironi (2007), conquanto a rentabilidade dos bancos com propriedade mais dispersa não seja significativamente diferente da dos bancos com propriedade mais concentrada, a maior concentração está associada à melhor qualidade dos empréstimos e ao menor risco de insolvência.

No que diz respeito ao sistema de incentivos, Blinder (2009) e Kirkpatrick (2009) consideram-no uma das causas fundamentais da crise financeira. O argumento é o do que o sistema de remunerações incentivou e remunerou elevados níveis de assunção de risco, não tendo sido a remuneração dos executivos adequadamente associada ao desempenho de longo prazo, "obrigando", nos EUA, a administração Obama a discutir formas de mudar as práticas de compensação "[...] to more closely align pay with long-term performance" (SOLOMON; PALETTA, 2009). Nessa linha de investigação, Fahlenbrach e Stulz (2011) procuraram analisar a relação existente entre o desempenho dos bancos durante a crise financeira e os incentivos dos CEOs antes daquela, tendo concluído que os bancos cujos pacotes remuneratórios dos seus CEOs eram compostos por uma maior proporção de opções e bônus em dinheiro não registraram pior performance no decurso da crise. Tal parece indicar que o maior peso da remuneração variável não conduziu a piores desempenhos dos bancos durante a crise.

[22] Leung e Horwitz (2010) demonstraram que as empresas com sobreposição das referidas funções sofreram um menor declínio percentual de valor durante a crise financeira Asiática de 1997-1998.

Ainda, outras características dos conselhos de administração têm sido investigadas, como, por exemplo, a percentagem de mulheres pertencentes ao conselho de administração (FARREL; HERSCH, 2005; ADAMS; FERREIRA, 2009; BARTA; KLEINER; NEUMANN, 2012; LAM; MCGUINNESS; VIEITO, 2013). Entre 2008 e 2010, as equipes com maior diversidade foram aquelas que registraram melhores desempenhos financeiros (BARTA; KLEINER; NEUMANN, 2012). Constituir uma equipe de executivos de topo com diferentes experiências culturais pode, por exemplo, ampliar a perspectiva estratégica da empresa.

4 CONCLUSÃO

O pânico e as repercussões globais severas associadas à crise financeira global com origem nos EUA em 2007 vieram reforçar a necessidade de aperfeiçoamento dos instrumentos de governo das sociedades de modo a minimizar os custos de agência e conduzir ao alinhamento dos interesses, nem sempre convergentes, de gestores e *stakeholders*.

Têm sido desde logo apontadas fragilidades nos mecanismos de governo das sociedades como causa fundamental da crise financeira, no que concerne ao setor financeiro em geral e ao setor bancário em particular; assim sendo, importa perceber a relação existente entre aqueles mecanismos e a performance no decurso da crise financeira.

Nesse sentido, num primeiro momento, procurou-se caracterizar genericamente os mecanismos de governo das sociedades e compreender de que modo eles permitem minimizar os problemas de agência e, num segundo momento, clarificar o papel desempenhado por tais mecanismos na crise financeira.

A pesquisa permitiu evidenciar a relação existente entre os instrumentos de governo das sociedades e a crise financeira, manifestada no impacto por eles exercido no desempenho das instituições, ainda que nem sempre o sentido da referida relação seja consensual.

CORPORATE GOVERNANCE, AGENCY COSTS AND FINANCIAL CRISIS: WHAT IS THE RELATION?

ABSTRACT

The debate about corporate governance has gained increasing importance in academic and business communities since the late 80s. This was caused by several factors among which the crisis in Asia, the financial scandals that plagued large listed companies and some U.S. audit firms and, more recently, the global financial crisis. Although the need to improve the existing instruments and / or discover new mechanisms in order to find a system of corporate governance that minimizes agency costs have long been advocated, the global financial crisis originated in the U.S gave it new impetus. And now, with special emphasis on banking. Failures in corporate governance, in particular in the banking sector have been identified as responsible for the global financial crisis that started in 2007and is only comparable to the Great Depression. Thus, this article aims, first, to make a general characterization of the mechanisms of corporate governance, integrating in the study the so-called agency costs, and then, to analyze those mechanisms in the banking sector, establishing a relationship between them and the financial crisis. The research carried out allows to demonstrate the importance of instruments of corporate governance in reducing agency costs, particularly in the context of the financial crisis. Although the banking sector has its specificities, the research done indicates that there is a relationship between those instruments and the performance of banks and that the weaknesses in corporate governance largely determined the financial crisis.

Keywords: Corporate Governance. Agency Costs. Financial Crisis. Banking Sector.

REFERÊNCIAS

ADAMS, R. Governance and the Financial Crisis. **International Review of Finance,** England, v. 12, n. 1, p. 7-38, Mar. 2012.

ADAMS, R.; FERREIRA, D. Women in the Boardroom and their Impact on Governance and Performance. **Journal of Financial Economics,** Lausanne, Switzerland, v. 94, n. 2, p. 291-309, Aug. 2009.

ADAMS, R.; MEHRAN, H. Is Corporate Governance Different from Bank Holding Companies? **Economic Policy Review,** NY, USA, v. 9, n. 1, p. 123-142, Apr. 2003.

ADAMS, R.; MEHRAN, H. Corporate Performance, Board Structure and their Determinants in the Banking Industry. **Federal Reserve Bank of New York Staff Reports,** NY, USA, n. 330, Oct. 2011.

ANDRES, P.; VALLELADO, E. Corporate Governance in Banking: The Role of the Board of Directors. **Journal of Banking & Finance,** Amsterdam, Netherlands, v. 32, n. 12, p. 2570-2580, Dec. 2008.

BARTA, T; KLEINER, M.; NEUMANN, T. Is There a Payoff From Top-Team Diversity? **McKinsey Quarterly,** NY, USA, Apr. 2012.

BAYSINGER, B. D.; BUTLER, H. N. Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition. **Journal of Law, Economics & Organization,** Oxford, England, v. 1, n. 1, p. 101-124, 1985.

BELTRATTI, A.; STULZ, R. The Credit Crisis Around the Globe: Why did Some Banks Perform Better? **Journal of Financial Economics,** Lausanne, Switzerland, v. 105, n. 1, p. 1-17, July 2012.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property.** NY: Macmillan Publishing Co, 1932.

BHAGAT, S.; BLACK, B. The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. **The Business Lawyer,** Chicago, USA, v. 54, n. 3, p. 921-963, May 1999.

BHAGAT, S.; BOLTON, B. Corporate Governance and Firm Performance. **Journal of Corporate Finance,** Amsterdam, Netherlands, v. 14, n. 3, p. 257-273, June 2008.

BLAIR, M. M. **Ownership and Control:** Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century. Washington: The Brookings Institution, 1995.

BLINDER, A. Crazy Compensation and the Crisis. **The Wall Street Journal.** [2009]. Disponível em: <http://online.wsj.com/article/SB124346974150760597.html>. Acesso em: 7 jul. 2013.

BRICKLEY, J.; COLES, J.; JARRELL, G. Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board. **Journal of Corporate Finance,** Amsterdam, Netherlands, v. 3, n. 3, p. 189-220, June 1997.

BRUNNERMEIER, M. Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008. **Journal of Economic Perspectives,** Nashville, USA, v. 23, n. 1, p. 77-100, 2009.

BUITER, W. Lessons From the 2007 Financial Crisis. **Centre for Economic Policy Research Discussion Paper n. DP6596.** [2007]. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1140525>. Acesso em: 6 jul. 2013.

CAPRIO JR, G.; LEVINE, R. **Corporate Governance of Banks:** Concepts and International Observations. [2002]. Disponível em: <http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/corporategover_finance.pdf> . Acesso em: 7 jul. 2013.

CAPRIO, G.; LAEVEN ,L.; LEVINE, R. Governance and Bank Valuation. **Journal of Financial Intermediation,** San Diego, USA, v.16, n. 4, p. 584-617, Oct. 2007.

CIANCANELLI, P.; GONZALEZ, J. **Corporate Governance in Banking:** A Conceptual Framework. [2000]. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=253714>. Acesso em: 3 July 2013.

CROMME, G. Corporate Governance in Germany and the German Corporate Governance Code. **Corporate Governance: An International Review,** England, v. 13, n. 3, p. 362-367, May 2005.

DAILY, C.; DALTON, D. Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure. **Academy of Management Journal,** NY, USA, v. 37, n. 6, p. 1603-1617, Dec. 1994.

DEMSETZ, H. The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. **Journal of Law & Economics,** Chicago, USA, v. 26, p. 302-325, June 1983.

DENIS, D.; MCCONNELL, J. International Corporate Governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis,** NY, USA, v. 38, n. 1, p. 1-36, Mar. 2003.

DOUKAS, J. A.; KIM, C.; PANTZALIS, C. Security Analysis, Agency Costs and Firm Characteristics. **Financial Analyst Journal,** Charlottesville, USA, v. 56, n. 6, p. 54-63, Nov./Dec. 2000.

DOUKAS, J. A.; MCKNIGHT, P. J.; PANTZALIS, C. Security Analysis, Agency Costs, and UK Firm Characteristics. **International Review of Financial Analysis,** USA, v. 14, n. 5, p. 493-507, 2005.

EASTERBROOK, F. H.; FISCHEL, D. R. Voting in Corporate Law. **Journal of Law & Economics,** Chicago, USA, v. 26, n. 2, p. 395-427, June 1983.

EDUARDS, J.; NIBLER, M. Corporate Governance in Germany: The Role of Banks and Ownership Concentration. **Economic Policy,** England, v. 15, n. 31, p. 237,267, Oct. 2000.

EICHENGREEN, B.; BORDO, M. **Crises Now and Then:** What Lessons From the Last Era of Financial Globalization? NBER Working Paper n. 8716. [2002]. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w8716> Acesso em: 3 jul. 2013.

EICHENGREEN, B.; O'ROURKE, K. **A Tale of Two Depressions – What the New Data Tell Us.** [2010]. Disponível em: <www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>. Acesso em: 6 jul. 2013.

ERKENS, D.; HUNG, M.; MATOS, P. Corporate Governance in the 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide. **Journal of Corporate Finance,** Amsterdam, Netherlands, v. 18, n. 2, p. 389-411, Apr. 2012.

FAHLENBRACH, R.; STULZ, R. Bank CEO Incentives ant the Credit Crisis. **Journal of Financial Economics,** Lausanne, Switzerland, v. 99, n. 1, p. 11-26, Jan. 2011.

FAMA, E. Agency Problems and the Theory of the Firm. **Journal of Political Economy,** Chicago, USA, v. 88, n. 2, p. 288-307, Apr. 1980.

FAMA, E.; JENSEN, M. Agency Problems and Residual Claims. **Journal of Law & Economics**, Chicago, USA, v. 26. n. 2, p. 301-325, June1983a.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law & Economics**, Chicago, USA, v. 26. n. 2, p. 327-349, June1983b.

FARRELL K. A.; HERSCH , P. L. Additions to Corporate Boards: the Effect of Gender. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, Netherlands, v. 11, n. 1, p. 85-106, Mar. 2005.

FICH, E. M.; SHIVDASANI, A. Are Busy Boards Effective Monitors? **Journal of Finance**, NJ, USA, v. 61, n. 2, p. 689-724, Apr. 2006.

FLIASTER, A.; MARR, R. Change of the Insider-Oriented Corporate Governance in Japan and Germany: Between Americanisation and Tradition. **Journal of Change Management,** England, v. 1, n. 3, p. 242-256, 2001.

FRANKS, J.; MAYER, C. Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure. **Journal of Financial Economics,** Lausanne, Switzerland, v. 40, n. 1, p.163-181, Jan. 1996.

FRANKS, J.; MAYER, C. Ownership and Control of German Corporations. **Review of Financial Studies**, Oxford, England, v. 14, n. 4, p. 943-977, 2001.

GILLAN, S. L.; STARKS, L. T. Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. **Journal of Applied Finance**, USA, v. 13, n. 2, p. 4-22, Aug. 2003.

GOERGEN, M. What do We Know About Different Systems of Corporate Governance? **Journal of Corporate Law Studies,** England, v. 7, n. 1, p. 1-15, Apr. 2007.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of Corporation. **The Bell Journal of Economics**, Santa Monica, USA, v. 11, n. 1, p. 42- 64, 1980.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. The Costs and Benefits of Ownership: The Theory of Vertical and Lateral Integration. **Journal of Political Economy**, Chicago, USA, v. 94, n. 4, p. 691- 719, Aug. 1986.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. One Share One Vote and the Market for Corporate Control. **Journal of Financial Economics,** Lausanne, Switzerland, v. 20, p. 175-202, Jan./Mar. 1988.

HART O. ; MOORE, J. Property Rights and the Nature of the Firm. **Journal of Political Economy,** Chicago, USA, v. 98, n. 6, p. 119- 1158, Dec. 1990.

HERMALIN, B.; WEISBACH, M. Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the CEO. **American Economic Review,** Nashville, USA, v. 88, n. 1, p. 96-118, Mar. 1998.

HERMALIN, B.; WEISBACH, M. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A survey of the Economic Literature. **Economic Policy Review,** NY, USA, v. 9, n. 2, p. 7-26, Mar. 2003.

IANNOTTA, G.; NOCERA, G.; SIRONI, A. Ownership Structure, Risk and Performance in the European Banking Industry. **Journal of Banking & Finance,** Amsterdam, Netherlands, v. 31, n. 7, p. 2127-2149, July 2007.

JACKSON, J. Iceland's Financial Crisis. **Congressional Research Report for Congress**. [2008]. Disponível em: <http://digital.library.unt.edu/ark:/67531/metacrs10825/m1/>. Acesso em: 3 jul. 2013.

JENSEN, M. The Takeover Controversy: Analysis and Evidence. **Midland Corporate Finance Journal**, USA, v. 4, n. 2, p. 6-32, 1986.

JENSEN, M. The Modern Industrial Revolution. Exit and the Failure of Internal Control Mechanisms. **Journal of Finance**, NJ, USA, v. 48, n. 3, p. 831-880, July 1993.

JENSEN, M.; MURPHY, K. Performance Pay and Top-Management Incentives. **Journal of Political Economy,** Chicago, USA, v. 98, n. 2, p. 225-264, Apr. 1990.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, Switzerland, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

KASHYAP, A.; RAJAN, R.; STEIN, J. Rethinking Capital Regulation. **Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium**. [2008]. Disponível em: <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2008/KashyapRajanStein.08.08.08.pdf>. Acesso em: 4 jul. 2013.

KIRKPATRICK, G. The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis. **Financial Markets Trends,** Vol. 2009/1, OECD. [2009]. Disponível em: <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/42229620.pdf>. Acesso em: 4 jul. 2013.

KLEIN, A. Firm Performance and Board Committee Structure. **Journal of Law & Economics,** Chicago, USA, v. 41, n. 1, p. 275-303, Apr. 1998.

LA PORTA, R. et al. Legal Determinants of External Finance. **Journal of Finance**, NJ, USA, v. 52, n. 2, p.1131-1150, July 1997.

LA PORTA, R. et al. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, USA, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, Dec. 1998.

LA PORTA, R. et al. Corporate Ownership Around the World. **Journal of Finance,** NJ, USA, v. 54, n. 2, p. 471-517, Apr. 1999.

LA PORTA, R. et al. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics,** Lausanne, Switzerland, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000.

LA PORTA, R. et al. Investor Protection and Corporate Valuation. **Journal of Finance,** NJ, USA, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, June 2002.

LAM, K. C. K.; MCGUINNESS, P. B.; VIEITO, J. P. CEO Gender, Executive Compensation and Firm Performance in Chinese-Listed Enterprises. **Pacific-Basin Finance Journal,** Amsterdam, Netherlands, v. 21, n. 1, p. 1136-1159, Jan. 2013.

LAEVEN, L.; LEVINE, R. Bank Governance, Regulation and Risk Taking. **Journal of Financial Economics,** Lausanne, Switzerland, v. 93, n. 2, p. 259-275, Aug. 2009.

LANE, C. Changes in the Corporate Governance of German Corporations: Convergence on the Anglo-American Model? **Competition and Change**, England, v. 7, n. 2-3, p. 79-100, Mar. 2003.

LEVINE, R. The Corporate Governance of Banks. **Global Corporate Governance Forum, Discussion Paper n. 3**. [2003]. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.170.6235&rep=rep1&type=pdf>. Acesso em: 4 jul. 2013.

LEUNG S.; HORWITZ, B. Corporate Governance and Firm Value During a Financial Crisis. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, NY, USA, v. 34, n. 4, p. 459-481, May 2010.

LEWELLEN, W.; LODERER, C.; MARTIN, K. Executive Compensation and Executive Incentive Problems: An Empirical Analysis. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, Netherlands, v. 9, n. 3, p. 287-310, Dec. 1987.

LODERER, C.; PEYER, U. Board Overlap, Seat Accumulation and Share Prices. **European Financial Management,** England,v. 8, n. 2, p. 165-192, Jun. 2002.

MACE, M. **Directors:** Myth and Reality. Boston, MA: Harvard Bussiness School Press, 1986.

MACEY, J. R; O'HARA, M. The Corporate Governance of Banks. **Economic Policy Review,** NY, USA, v. 9, n. 1, p. 91-107, Apr. 2003.

MARTIN, K.; MCCONNELL, J. Corporate Performance, Corporate Takeovers and Managerial Turnover. **Journal of Finance**, NJ, USA, v. 46, n. 2, p. 671-687, Jun. 1991.

MATHIENSEN. **Corporate Governance**. [2002]. Disponível em:<http://www.vectorstudy.com/management_topics/corporate_governance.htm>. Acesso em: 5 jul. 2013.

MENDOZA, E.; QUADRINI, V. Financial Globalization, Financial Crisis and Contagion. **Journal of Monetary Economics**, Amsterdam, Netherlands, v. 57, n. 1, p. 24-39, Jan. 2010.

MONKS, R. A. G.; MINOW, N. **Corporate Governance**. 3rd edition. NJ, USA: John Wiley & Sons, 2001.

MORGAN, D. Ratings Banks: Risk and Uncertainty in an Opaque Industry. **American Economic Review,** Nashville, USA, v. 92, n. 4, p. 874-888, Sept. 2002.

MÜLBERT, P. Corporate Governance of Banks. **European Business Organsation Law Review**, Netherlands, v. 10, n. 3, p. 411-436, Sept. 2009.

PERRY, T.; PEYER, U. Board Seat Accumulation by Executives: A Shareholder's Perspective. **Journal of Finance**, NJ, USA, v. 60, n. 4, p. 2083-2123, Aug. 2005.

PISTOR, K. Global Network Finance: Institutional Innovation in the Global Financial Market Place. **Journal of Comparative Economics,** San Diego, USA, v. 37, n. 4, p. 552-567, Dec. 2009.

PROWSE, S. Corporate Control in Commercial Banks. **Journal of Financial Research,** England, v. 20, n. 4, p. 509-527, 1997.

RÖTHELI, T. Causes of the Financial Crisis: Risk Misperception, Policy Banks' Bounded Rationality. **The Journal of Socio-Economics**, USA, v. 32, n. 2, p. 119-126, Apr. 2010.

SCHMIDT, R. H. Corporate Governance: The Role of Other Constituencies.
Corporate Governance: Cross Border Experience Conference. [1997]. Disponível em: <http://

publikationen.ub.unifrankfurt.de/frontdoor/index/index/year/2005/docId/3835>. Acesso em: 5 jul. 2013.

SCHMIDT, R. H. Corporate Governance in Germany: An Economic Perspective. **Working Paper nº36, Center for Financial Studies**, Goethe University. [2003]. Disponível em: < http://www.econstor.eu/handle/10419/72635>. Acesso em: 7 jul. 2013.

SCHMIDT, R. H.; TYRELL, M. Professional Forum: Financial Systems, Corporate Finance and Corporate Governance. **European Financial Management**, England, v. 3, n. 3, p. 333–361, Nov. 1997.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Large Shareholders and Corporate Control. **Journal of Political Economy,** Chicago, USA, v. 94, n. 3, p. 461-488, June 1986.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance,** NJ, USA, v. 52, n. 2, p. 737-783, June 1997.

SHIVDASANI, A. Board Composition, Ownership Structure and Hostile Takeovers. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, Netherlands, v. 16, n. 1, p. 167-198, jan./jul. 1993.

SILVA, A. S. et al. Livro Branco Sobre o Corporate Governance em Portugal. **Instituto Português de Corporate Governance.** [2006]. Disponível em: <http://www.ecgi.org/codes/documents/libro_bianco_cgov_pt.pdf>. Acesso em: 1 jul. 2013.

SOLOMON, D.; PALETTA, D. U.S. Eyes Bank Pay Overhaul: Administration in Early Talks on Ways to Curb Compensation Across Finance. **The Wall Street Journal.** [2009]. Disponível em: <http://online.wsj.com/article/SB124215896684211987.html>. Acesso em: 7 jul. 2013.

STERN, G. Issues in Macroeconomic Policy. **European Economics and Financial Centre**. [2008]. Disponível em: <https://minneapolisfed.org/news_events/pres/stern03-27-08.pdf> Acesso em: 5 jul. 2013.

TIROLE, J. Corporate Governance. **Econometrica**, England, v. 69, n. 1, p. 1-35, Jan. 2001.

VIVES, X. Corporate Governance: Does it matter? In: VIVES, X (Org.). **Corporate Governance:** theoretical and empirical perspectives. Cambridge: Cambridge University Press, 2000. p. 1-22.

YERMACK, D. Do corporations Award CEO Stock Options Effectively?. **Journal of Accounting and Economics,** Amsterdam, Netherlands, v. 9, n. 3, p. 287-310, Oct./Nov. 1995.

YERMACK, D. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. **Journal of Financial Economics,** Lausanne, Switzerland, v. 40, n. 2, p. 185-211, Feb.1996.