

O ACESSO AO CRÉDITO BANCÁRIO QUANDO OS BANCOS SÃO ACIONISTAS DAS EMPRESAS: EVIDÊNCIA PARA PORTUGAL*

Paula Antão** | Miguel A. Ferreira*** | Ana Lacerda****



RESUMO

A teoria financeira sugere que a participação de um banco no capital de uma empresa não financeira contribui para aumentar a probabilidade desse banco conceder um empréstimo a essa empresa, na medida em que permite atenuar assimetrias de informação e custos de agência da dívida. Usando uma amostra de empréstimos bancários a empresas portuguesas, conclui-se que a participação de um banco no capital de uma empresa aumenta em 10 pontos percentuais a probabilidade de lhe conceder um empréstimo, face a um banco sem participação no capital. Esta conclusão é robusta à inclusão de variáveis explicativas que permitem capturar diferentes características das empresas com potencial impacto na capacidade de obtenção de crédito, bem como à estimação do modelo utilizando variáveis instrumentais, que permitem corrigir a potencial endogeneidade da variável participação do banco no capital das empresas. O efeito é menor quando a empresa tem relações comerciais com um maior número de grupos bancários e quando o seu capital se encontra disperso por um maior número de grupos bancários. Os nossos resultados sugerem, desta forma, que a existência de participações no capital das empresas tem impacto no mercado de crédito bancário.

1. INTRODUÇÃO

Os empréstimos bancários são a nível internacional a fonte mais comum de financiamento externo empresarial. Em concreto, para os países da zona do euro os empréstimos têm um peso muito maior no financiamento das empresas do que os títulos de dívida, que representam menos de 10 por cento da dívida total. Os bancos, através do desenvolvimento de um relacionamento próximo e permanente com as empresas, adquirem vantagens no acesso e na produção de informação. De facto, a concessão de crédito e a prestação de outros serviços financeiros de uma forma continuada por um determinado banco implica que informações confidenciais possam ser acumuladas, o que lhe permite usufruir de benefícios significativos na concessão de crédito. Existe evidência empírica, bem como argumentos teóricos, que suportam esta análise¹.

A relação banco-empresa está para além das repetidas operações de crédito. De facto, atualmente, a função dos bancos universais não se esgota no financiamento das empresas, pois procedem à emissão e transação de títulos, detêm participações no capital das empresas e gerem fundos de investimento. Desta forma, o papel dos bancos na governação das empresas pode ser de importância extrema². Para

* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

*** NOVA School of Business and Economics.

**** Banco de Portugal; em exercício de funções na Representação Permanente de Portugal junto da União Europeia.

1 Para uma revisão da literatura ver Boot (2000). Outros artigos na mesma temática incluem Bharath *et al.* (2007).

2 Nos EUA é pouco frequente a participação dos bancos no capital das empresas, dadas as restrições históricas decorrentes da *Lei Glass-Steagall*, relativa aos bancos como proprietários de empresas não-financeiras. Outros países permitem que os bancos assumam participações em empresas não financeiras (para uma discussão deste tema ver, a título exemplificativo, Santos (1998)).

além das participações diretas no capital, um outro canal de influência crescente dos bancos sobre a governação empresarial consiste em participações via investidores institucionais. Nos últimos anos, muitos grupos bancários universais desenvolveram departamentos de gestão de ativos com elevados volumes de negócios, que incluem fundos de investimentos e fundos de pensões. Estes fundos têm a possibilidade, que efetivamente exercem, de investir nas mesmas empresas a quem os bancos concedem crédito e onde têm participações no capital.

Este trabalho pretende examinar o efeito que o envolvimento dos bancos na governação das empresas portuguesas (enquanto acionistas), tem sobre a concessão de empréstimos. Esta questão assume atualmente importância adicional dada a relevância do crédito bancário para as empresas, em particular as de pequena e média dimensão que se têm relevado cruciais para o desenvolvimento económico de algumas economias. Neste sentido, começa por testar-se se um banco com informação privilegiada pode fazer um acompanhamento mais eficaz da empresa, mitigando potenciais restrições financeiras. De facto, com a informação adicional que obtêm como acionistas da empresa, os bancos podem mais facilmente monitorizar os empréstimos e obter informações privadas sobre a situação financeira da empresa. Caso a vantagem informacional seja partilhada com as empresas, por exemplo em termos de condições contratuais mais vantajosas, é expectável que um banco que tenha um papel na gestão de uma empresa conceda um maior volume de empréstimos. Em consequência, uma hipótese testável é a de que a um banco com informação privilegiada está associada uma maior probabilidade de capturar futuras operações de crédito bancário:

- Hipótese 1 (H1): A participação de um banco no capital de uma empresa aumenta a probabilidade de lhe conceder empréstimos.

A segunda hipótese testada neste trabalho respeita à intensidade da relação, na medida em que se acredita que condiciona a escolha de um futuro credor. As empresas com uma relação mais intensa com o banco que tem informação privilegiada poderão ter mais facilidade em obter crédito desse banco. Além disso, uma relação muito forte com um determinado banco pode estar associado à ausência de alternativas de financiamento, devido a um problema de seleção adversa, tendo por isso a empresa que recorrer a empréstimos bancários a essa mesma instituição com mais frequência³. Esta ideia é capturada na seguinte hipótese:

- Hipótese 2 (H2): Quanto mais intenso o relacionamento entre uma empresa e um banco, maior a probabilidade da empresa contratar futuros empréstimos com esse banco.

Este estudo utiliza uma amostra de empréstimos a empresas não financeiras portuguesas (cotadas e não cotadas) para o período 2001-2007, com vista a analisar a relação entre a existência de participações dos bancos no capital das empresas e o acesso das mesmas ao crédito bancário. A amostra é dominada por empresas não cotadas, onde se acredita que a assimetria de informação e custos de agência da dívida são mais elevados.

Os resultados indicam que as empresas tendem a obter mais empréstimos de bancos que têm participações no seu capital do que de bancos sem essas participações. Os bancos com participação no capital da empresa têm uma probabilidade aproximadamente 10 pontos percentuais maior de serem escolhidos para uma operação de crédito do que os bancos sem participação. Relativamente à hipótese 2, os resultados indicam que quer o número de relações bancárias quer o número de bancos acionistas, variáveis utilizadas para medir a intensidade da relação entre a empresa e o banco, contribuem para reduzir a probabilidade de um banco com participação realizar um empréstimo a essa empresa no futuro. Estas conclusões são consistentes com a hipótese 2.

³ Uma posição especial de um banco como um “insider” da empresa, pode-lhe permitir obter ganhos devido à sua posição privilegiada para aceder a informação sobre a empresa e potencialmente “prendê-la” devido à assimetria de informação entre a empresa e outros credores (Sharpe (1990) e Rajan (1992)).

O artigo está organizado da seguinte forma. Na Secção 2 é apresentada uma breve revisão da literatura, enquanto que na Secção 3 é realizada uma descrição dos dados e apresentadas as estatísticas descritivas. Na Secção 4 é apresentada a metodologia e os principais resultados empíricos. Finalmente, na última secção são apresentadas as principais conclusões deste trabalho.

2. LITERATURA

A participação dos bancos no capital das empresas não-financeiras permite-lhes aceder a informação sobre a situação financeira das mesmas. De facto, as empresas podem ter mais incentivo para revelar informações adicionais ao banco, ao mesmo tempo que o banco tem maiores incentivos para a produção de informação (Boot (2000)). Sempre que um acionista pertence ao Conselho de Administração, ele terá acesso a informações adicionais que podem proporcionar algum controle sobre a empresa. Desta forma, as condições de acesso ao mercado de crédito poderão ser alteradas se o banco com participação na empresa for um potencial credor.

Diferentes autores estudaram o efeito de atividade creditícia passada sobre a probabilidade de um banco conceder empréstimos e ganhar mandatos de subscrição (Yasuda (2005), Bharat *et al.* (2007) e Drucker e Puri (2005)). Existe, porém, evidência mista sobre a influência dos bancos nas empresas através de participações no capital ou assentos no Conselho de Administração (Drucker e Puri (2006)). Utilizando dados alemães, Gorton e Schmid (2000) concluíram que os bancos utilizam as suas participações no capital, ou assentos no Conselho de Administração, para melhorar o desempenho da empresa, enquanto mais recentemente Dittman, Maug e Schneider (2007) encontraram evidência de que a representação do banco no Conselho de Administração das empresas não-financeiras não é necessariamente no melhor interesse das mesmas. No Japão, as empresas com maior proximidade aos bancos têm custos mais altos associados aos empréstimos (Weinstein e Yafeh (1998)); têm menor rentabilidade (Morck, Nakamura e Shivdasani (2000)); adotam políticas que favorecem os credores sobre os acionistas (Morck e Nakamura (1999)) e enfrentam taxas de subscrição de obrigações mais elevadas (Yasuda (2007)). Por sua vez, na Europa, Kracaw e Zenner (1998) encontram evidência de impacto negativo na capitalização bolsista de uma empresa aquando da obtenção de empréstimos bancários junto de bancos que pertencem ao Conselho de Administração.

O presente trabalho contribui para a literatura das relações bancárias utilizando as posições de capital privilegiadas para captar a dependência da empresa face ao seu credor. Outros autores concentram-se em outras medidas da intensidade das relações empresa-banco, tais como a distância geográfica entre o banco e o mutuário (Petersen e Rajan (1994), Degryse e Ongena (2005)), a duração da relação (Petersen e Rajan (1994), Berger e Udell (1995), Degryse e Van Cayseele (2000) e Ongena e Smith (2001)) e a nacionalidade tanto do banco como do mutuário (Carey e Nini (2007) e Houston, Itzkowitz e Naranjo (2007)). A evidência aponta para uma maior disponibilidade do crédito, havendo contudo sinais mistos sobre os custos dos empréstimos. Berger e Udell (1995) concluíram que as empresas com relações mais longas pagam taxas de juro mais baixas nos seus empréstimos, enquanto Degryse e Van Cayseele (2000) concluíram que na Europa as condições dos contratos se deterioraram com a duração dos mesmos.

Os nossos resultados sugerem que a participação dos bancos no capital das empresas não-financeiras tem implicações no mercado de crédito. Um banco com informação privilegiada é suscetível de ser o credor principal da empresa, o que pode gerar benefícios em termos de disponibilidade de crédito mas também pode condicionar a empresa. Este monopólio de informação poderá ser explorado mais tarde pelo banco com informação privilegiada, extraindo rendas da empresa. Os resultados deste trabalho sugerem que os reguladores devem estar conscientes das implicações no mercado de crédito de políticas sobre a estrutura do sistema bancário, em particular no que respeita ao envolvimento dos bancos como acionistas das empresas não-financeiras.



Uma preocupação associada aos nossos resultados é o facto de a presença de um banco como acionista ser endógena a questões de governação (Adams, Hermalin e Weisbach (2010)). Na verdade, um banco pode tornar-se *insider* em empresas que enfrentam dificuldades de acesso aos mercados de crédito e que têm custos mais elevados. Este problema é tratado no presente trabalho de diferentes formas. Numa primeira abordagem, a participação no capital dos bancos foi medida com um desfasamento temporal de um ano em relação ao momento em que se avalia a relação creditícia. Os resultados encontrados mantêm-se válidos caso a participação de capital seja medida com um desfasamento de três anos. O efeito positivo de uma participação de capital sobre a escolha do banco credor continua forte após serem incluídas diferentes co-variáveis. Além disso, os resultados são robustos à inclusão de efeitos fixos ao nível da empresa e banco. A última abordagem utilizada para fazer face às preocupações de endogeneidade consistiu na estimação de um modelo de variáveis instrumentais.

3. DADOS

Neste trabalho foi utilizada uma base de dados original, construída a partir de diferentes fontes: o Sistema Integrado de Estatísticas de Títulos, a Central de Responsabilidades de Crédito, a Central de Balanços, os Quadros de Pessoal e a *Thomson Reuters*. Os dados cobrem o período de 2001 a 2007. A análise foi restrita aos 20 maiores grupos bancários que operam em Portugal, utilizando como unidade de medida o crédito concedido a empresas ou as participações de capital.

O Sistema Integrado de Estatísticas de Títulos reúne informação sobre as emissões de capital e de títulos de dívida das empresas não-financeiras, o que permite identificar as empresas portuguesas não-financeiras nas quais os grupos bancários têm participações de capital e das quais detêm títulos de dívida, bem como o valor de mercado das suas detenções. Esta base de dados também permite identificar se as posições de capital e/ou dívida são detidas pelo banco, por um fundo de investimento ou outra instituição pertencente ao mesmo grupo bancário.

A Central de Responsabilidades de Crédito, gerida pelo Banco de Portugal, dispõe de informação mensal sobre os empréstimos concedidos a sociedades não financeiras por todas as instituições de crédito a operar em Portugal. Esta base de dados foi também utilizada para calcular o número de relações bancárias de cada empresa bem como a quota de mercado dos bancos, medida em função dos empréstimos concedidos a empresas não financeiras.

A Central de Balanços, com informação contabilística das empresas portuguesas, permite obter informação sobre o valor do ativo, capital, resultados e juros da dívida. As duas outras fontes de informação - Quadros de Pessoal e *Thomson Reuters* - permitiram obter informação adicional ao nível da empresa, completando a lista de variáveis a utilizar. Utilizando informação dos Quadros de Pessoal, que contém informação do inquérito (obrigatório) ao emprego efetuado anualmente pelo Ministério do Trabalho e da Solidariedade Social, foi possível obter informação sobre a existência de acionistas estrangeiros na empresa. Informação sobre as empresas cotadas em bolsa é obtida na *Thomson Reuters*.

Como neste trabalho se pretende testar se é mais provável um banco conceder um empréstimo a uma empresa onde tem uma participação acionista, face a outras onde não tem posição acionista, a base de dados foi expandida para considerar todas as pares possíveis empresa - grupo bancário (para cada ano), tendo sido considerados os 20 maiores grupos bancários a operar em Portugal. Alguns desses pares são correspondidos, ou seja, um banco tem uma participação no capital de determinada empresa e também lhe concede crédito, enquanto outros pares não são correspondidos. Na amostra foram também incluídas empresas em que os bancos não têm participações, que constituem o grupo de controlo. Para o período amostral 2001-2007 são analisados 20 grupos bancários e mais de 2 000 empresas, tendo a amostra mais de 300 000 observações. Estes números incluem apenas as empresas não-financeiras que, durante o período amostral, dispõem de informação na Central de Responsabilidades de Crédito e na Central de Balanços durante pelo menos quatro anos e cujo ativo total anual é de pelo menos dez milhões de euros.

O quadro 1 apresenta uma definição detalhada das variáveis utilizadas neste estudo. São apresentadas variáveis com informação ao nível da relação banco-empresa (tais como a existência de crédito e de participação no capital da empresa); variáveis com informação apenas ao nível da empresa, que permitem caracterizar as empresas na amostra; e uma variável ao nível do banco, que mede a quota de mercado de cada banco em termos do crédito concedido a empresas não financeiras. A nossa amostra compreende um total de 874 participações no capital das empresas, correspondendo a um total de 454 observações empresa-ano. No período amostral, os bancos mostraram ter participações acionistas em cerca de 60 empresas que, por sua vez, têm na maior parte dos casos 1 ou 2 grupos bancários como acionistas. As participações de capital são mais frequentemente detidas pelo banco do que por outras divisões não-bancárias do grupo bancário (ou seja, companhias de seguros, fundos de investimento, fundos de capital de risco e fundos de pensões).

O gráfico 1 apresenta uma caracterização do número de participações e o valor médio de cada participação, para os diversos bancos na amostra (a dimensão do círculo corresponde à quota de mercado de cada banco). Como seria de esperar, os bancos de maior dimensão caracterizam-se por um número de participações mais elevado, considerando as participações tomadas pelo banco ou outras instituições não-banco pertencentes ao grupo bancário. Por sua vez, entre os bancos de menor dimensão existe maior heterogeneidade ao nível do valor médio da participação acionista do que entre os bancos de maior dimensão. Na amostra global, o valor médio de uma participação de capital, medido em percentagem do valor contabilístico do capital, é de 12%, enquanto a mediana é de 5%.

Quadro 1

DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

A participação de capital é definida como o valor de mercado da participação em percentagem do valor contabilístico do capital superior a 1 por cento. Caso seja inferior a 1 por cento, esta variável toma o valor 0.

Variáveis com informação ao nível banco e empresa

Empréstimos (<i>dummy</i>)	Variável discrecional que assume o valor 1 se o grupo bancário concede empréstimos à empresa. Em caso contrário, assume o valor 0.
Empréstimos (%)	Empréstimos concedidos pelo grupo bancário em percentagem do valor total dos empréstimos bancários da empresa.
Participação de capital (<i>dummy</i>)	Variável discrecional que assume o valor 1 quando a participação de capital é estritamente positiva. Em caso contrário, assume o valor 0.
Participação de capital (%)	Valor da participação de capital, caso esta exista. Em caso contrário, o valor desta variável é 0.
Detenção de dívida titulada (<i>dummy</i>)	Variável discrecional que assume o valor 1 se o grupo bancário detém títulos de dívida da empresa. Em caso contrário, assume o valor 0.
Detenção de dívida titulada (%)	Valor dos títulos de dívida detidos pelo banco em percentagem da dívida total da empresa.
Relação creditícia	Empréstimo bancário concedido pelo grupo bancário a uma determinada empresa, em percentagem dos empréstimos totais concedidos a essa empresa, no final do ano anterior ao da concessão do empréstimo.

Variáveis com informação ao nível da empresa

Ativos	Logaritmo do ativo total.
Rendibilidade do investimento (<i>ROI</i>)	EBITDA em percentagem do ativo total.
Ativos fixos tangíveis	Ativos fixos tangíveis em percentagem do ativo total.
Cobertura de juros	EBITDA em percentagem dos juros pagos.
Endividamento	Dívida financeira em percentagem do ativo total.
Número de relações bancárias	Número de grupos bancários que concedem empréstimos, ou linhas de crédito, a uma determinada empresa. As instituições financeiras que não pertencem a um grupo bancário são contabilizadas como um grupo bancário.
Número de bancos acionistas	Número de grupos bancários com participação de capital estritamente positiva numa determinada empresa. As instituições financeiras que não pertencem a um grupo bancário são contabilizadas como um grupo bancário.
Obrigações	Variável discrecional que assume o valor de 1 caso a empresa detenha dívida titulada. Em caso contrário, assume o valor de 0.
Capital estrangeiro	Percentagem de capital detido por estrangeiros.
Cotação bolsa	Variável discrecional que assume o valor de 1 se a empresa está cotada em bolsa. Em caso contrário, assume o valor de 0.

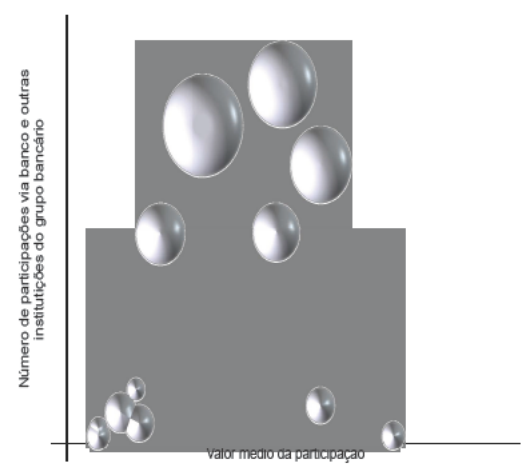
Variáveis com informação ao nível do banco

Quota de mercado do banco	Quota de mercado do banco em termos de empréstimos concedidos às empresas não-financeiras.
---------------------------	--

Fontes: Quadros de Pessoal, Thomson Reuters e Banco de Portugal (Central de Balanços, Central de Responsabilidades de Crédito).

Gráfico 1

CARATERIZAÇÃO DOS BANCOS COM PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL



Fonte: Cálculos dos autores.

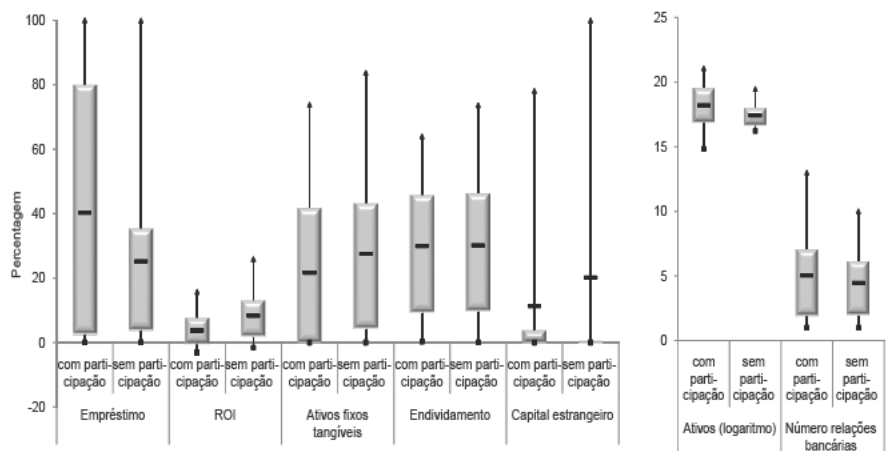
Nota: A dimensão dos círculos corresponde à quota de mercado de cada banco.

O gráfico 2 pretende caracterizar a variável empréstimos assim como outras variáveis com informação ao nível da empresa. Esta caracterização é apresentada para dois grupos de empresas: as empresas nas quais os bancos têm participação acionista e as empresas sem participação acionista dos bancos. A variável empréstimos refere-se ao valor do empréstimo concedido pelo banco em percentagem dos empréstimos totais da empresa. Observamos que os empréstimos concedidos pelos bancos que são simultaneamente credores e acionistas da empresa representam, em média, 40% dos empréstimos totais da empresa. Tomando em consideração todas as observações empresa / banco quando o banco não tem uma participação acionista, o empréstimo médio é menor (25%), implicando que quando um banco tem uma participação no capital da empresa é mais suscetível de conceder um empréstimo à empresa.

As empresas onde os bancos têm uma participação no capital são, em média, ligeiramente maiores, mas com menos ativos tangíveis do que as restantes empresas. As empresas onde os bancos têm uma

Gráfico 2

ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS



Fonte: Cálculos dos autores.

Notas: Os triângulos correspondem ao percentil 95 e os quadrados ao percentil 25. Os limites superior e inferior da zona a sombreado correspondem aos percentis 25 e 75, respectivamente. O traço corresponde ao valor médio. Todas as variáveis estão definidas no quadro 1.

participação no capital também são menos rentáveis e a importância dos acionistas estrangeiros é menor. Não se observa uma diferença significativa no número de relações bancárias entre os dois grupos de empresas. A análise de outras variáveis não apresentados neste artigo, mas disponível em Antão, Ferreira e Lacerda (2011), permite-nos concluir que as empresas onde os bancos têm uma participação no capital são mais propensas a serem financiadas por títulos de dívida e a serem cotadas em bolsa. Essas empresas também apresentam um rácio de cobertura de juros inferior.

4. ANÁLISE EMPÍRICA

Uma relação próxima entre um banco e uma empresa está geralmente associada a um melhor fluxo de informação, permitindo aos bancos uma melhor avaliação dos riscos subjacentes aos empréstimos. Na verdade, a proximidade entre o banco e a empresa contribui para ultrapassar os problemas de informação assimétrica. Neste cenário, o objetivo principal deste trabalho é testar se os bancos com participações acionistas na empresa são mais propensos a captar empréstimos futuros dessa mesma empresa. Para testar essa hipótese, para cada empresa e em cada ano, criou-se um conjunto de 20 potenciais financiadores, o que resulta em 20 pares banco-empresa por ano. Deste modo, a unidade de observação a utilizar neste trabalho corresponde ao trio empresa-banco-ano. Foram utilizados dois modelos, um modelo *logit* e um modelo de regressão linear (*OLS*), para a estimação da seguinte especificação:

$$\text{Empréstimos}_{i,g,t} = \theta_t + \alpha_i + \varphi_g + \beta(\text{Participação de capital})_{i,g,t-1} + \gamma(\text{Relação creditícia})_{i,g,t} + \delta X_{i,t-1} + \lambda Y_{g,t} + \varepsilon_{i,g,t} \quad (1)$$

onde $\text{Empréstimos}_{i,g,t}$ corresponde no modelo *logit* a uma variável discricionária que assume o valor 1 se o banco g concede crédito à empresa i no ano t e 0 nas restantes situações, enquanto que no modelo *OLS* corresponde ao valor do crédito concedido pelo banco g à empresa i em percentagem dos empréstimos bancários totais da empresa no ano t . A variável $\text{Participação de capital}_{i,g,t}$ corresponde ou a uma variável discricionária que assume o valor 1 se o banco g tem uma participação no capital da empresa i no ano t , e 0 nas restantes situações; ou ao valor da participação de capital do banco g em percentagem do valor contabilístico da empresa i no ano t ; esta variável está desfasada um período. A variável $\text{Relação creditícia}_{i,g,t}$ mede o valor do empréstimo bancário concedido pelo banco g à empresa i , em percentagem dos empréstimos totais concedidos a essa empresa, no final do ano anterior ao da concessão do empréstimo. $X_{i,t}$ corresponde a variáveis caracterizadoras da empresa i em cada ano t , referindo-se ao logaritmo do valor do ativo, rendibilidade do investimento, percentagem de ativos fixos tangíveis no ativo total, rácio de cobertura de juros, nível de endividamento, número de relações bancárias, número de bancos acionistas, existência de títulos de dívida e existência de títulos de capital cotados em bolsa. Estas variáveis apresentam-se desfasadas um período. $Y_{g,t}$ corresponde à quota de mercado do banco g considerando apenas os créditos concedidos a empresas não financeiras no ano t . θ_t , α_i e φ_g medem efeitos fixos ao nível do ano, empresa (ou setor de atividade) e banco, respetivamente. Foi estimada uma especificação com efeitos fixos para a indústria e para o ano, bem como outra especificação com efeitos fixos ao nível da empresa, banco e ano. Os desvios-padrão foram ajustados para múltiplas observações para a mesma empresa.

4.1. Resultados da hipótese 1

O quadro 2 reporta os resultados da estimação da equação (1), com vista a testar a hipótese de que a participação de um banco no capital de uma empresa aumenta a sua probabilidade de lhe conceder crédito no futuro. As colunas (1) a (4) reportam os resultados do modelo *logit* e as colunas (5) e (6) reportam os resultados da estimação por *OLS*. Com vista a eliminar relações espúrias foram excluídos os *outliers*, sendo-lhes atribuído o valor do percentil relevante para cada uma das variáveis. O coeficiente

da variável participação no capital é positivo e estatisticamente significativo em todas as especificações. O efeito também tem significado económico.

Os resultados do quadro 2 mostram que a relação positiva entre a participação no capital e a futura concessão de crédito é robusta a diferentes especificações. Em primeiro lugar, usámos uma variável contínua para a variável participação no capital, tendo posteriormente sido utilizada uma especificação *OLS* onde a variável dependente corresponde à percentagem dos empréstimos concedidos pelo banco à empresa, em percentagem de todos os empréstimos da empresa. Finalmente, estimamos uma especificação com efeitos fixos ao nível da empresa. Os resultados desta especificação mostram que as características das empresas não observadas e invariantes ao longo do tempo não parecem explicar os nossos resultados.

Com base nos resultados para a variável participação no capital apresentados na coluna (1), a probabilidade de um banco conceder crédito a uma empresa na qual não tenha participação no capital é de 14%, enquanto a mesma probabilidade aumenta para 25% no caso de um banco com participação no capital da empresa (todas as restantes variáveis avaliadas na média). Assim, tudo o resto constante, a probabilidade de um banco conceder crédito a uma empresa aumenta cerca de 10.7 pontos percentuais se o banco tiver uma posição acionista na empresa.

As outras variáveis explicativas têm um impacto significativo sobre a escolha do banco credor, apresentado o sinal previsto. O coeficiente da quota de mercado do banco é positivo e significativo. Utilizando a especificação apresentada na coluna (1), observa-se que o aumento da quota de mercado do percentil 5 ao percentil 95 implica um aumento na probabilidade do banco conceder crédito em 40 pontos percentuais. Adicionalmente, o coeficiente da variável que mede a existência de uma relação de crédito no passado tem um coeficiente positivo e significativo, o que indica que os relacionamentos passados aumentam a probabilidade de o mesmo banco ser escolhido para futuros empréstimos.

O quadro 3 apresenta os resultados de testes de robustez incluindo variáveis de controlo adicionais. Começamos por controlar para a detenção de dívida titulada da empresa, isto é, se o banco que concede

Quadro 2

RELAÇÃO ENTRE A CONCESSÃO DE CRÉDITO BANCÁRIO E PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL						
Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Participação no capital (<i>dummy</i>)	0.695*** (3.55)	0.411* (1.87)			0.021*** (2.63)	
Participação no capital (%)			3.575*** (4.60)	3.239*** (2.79)		0.169*** (3.54)
Quota de mercado do banco	11.655*** (78.58)	9.589*** (12.33)	11.673*** (78.72)	9.580*** (12.32)	0.343*** (8.39)	0.343*** (8.39)
Relação creditícia	12.404*** (27.69)	8.763*** (29.49)	12.403*** (27.69)	8.763*** (29.48)	0.706*** (113.22)	0.705*** (113.10)
<i>Dummies</i> setor de atividade	Sim	Não	Sim	Não	Não	Não
<i>Dummies</i> ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> banco	Não	Sim	Não	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> empresa	Não	Sim	Não	Sim	Sim	Sim
Modelo	<i>Logit</i>	<i>Conditional logit</i>	<i>Logit</i>	<i>Conditional logit</i>	<i>OLS</i>	<i>OLS</i>
<i>pseudo-R</i> ²		0.501		0.501	0.592	0.592
Efeito marginal (participação no capital)	0.107*** (2.93)		0.437*** (4.60)			
Número de observações	268887	264349	266667	264349	268887	268887

Fonte: Cálculos dos autores.

Notas: Nas colunas 1 a 4, a variável dependente é uma variável discricionária que toma o valor 1 se o grupo bancário concede crédito à empresa num determinado ano, e zero nas restantes situações. Nas colunas 5 e 6, a variável dependente corresponde à percentagem do crédito concedido pelo grupo bancário à empresa num determinado ano sobre o valor total dos créditos dessa empresa no mesmo ano. As restantes variáveis estão definidas no quadro 1. Em parêntesis apresentam-se as estatísticas *t* calculadas com desvios-padrão robustos e ajustadas para múltiplas observações para a mesma empresa. ***, ** e * indicam significância estatística com grau de confiança 1%, 5% e 10%.

Quadro 3

RELAÇÃO ENTRE A CONCESSÃO DE CRÉDITO BANCÁRIO E PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL ANÁLISE DE ROBUSTEZ				
Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
Participação de capital (<i>dummy</i>)	0.501* (2.11)		0.021*** (2.54)	
Participação de capital (%)		3.638*** (2.92)		0.173*** (3.32)
Quota de mercado banco	9.208*** (10.21)	9.142*** (10.15)	0.342*** (6.61)	0.339*** (6.65)
Relação creditícia	9.351*** (24.82)	9.353*** (24.81)	0.704*** (99.35)	0.703*** (100.86)
Detenção de dívida titulada (<i>dummy</i>)	0.367** (2.43)		-0.000 (-0.07)	
Detenção de dívida titulada (%)		0.742 (0.79)		0.020 (0.44)
Ativos	0.249*** (5.06)	0.250*** (5.10)	0.001* (1.74)	0.001* (1.73)
Rendibilidade do investimento	0.051 (0.21)	0.053 (0.22)	-0.002 (-0.41)	-0.001 (-0.42)
Ativos fixos tangíveis	0.245 (1.58)	0.243 (1.57)	-0.001 (-0.73)	-0.001 (-0.76)
Cobertura de juros	-0.001** (-2.46)	-0.001*** (-2.46)	-0.000 (-0.77)	-0.000 (-0.76)
Endividamento	0.152 (1.47)	0.155 (1.50)	-0.000 (-0.83)	-0.001 (-0.93)
Número de relações bancárias	0.145*** (18.40)	0.150*** (18.37)	-0.000 (-0.00)	0.000 (0.01)
Número de bancos acionistas	-0.001 (-0.20)	-0.002 (-0.21)	0.000 (1.42)	0.000 (1.40)
Obrigações	0.043 (1.05)	0.044 (1.08)	0.000 (0.63)	0.000 (0.59)
Capital estrangeiro	-0.001 (-0.91)	-0.001 (-0.91)	0.000 (0.78)	0.000 (0.77)
<i>Dummies</i> ano	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> banco	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> empresa	Sim	Sim	Sim	Sim
Modelo	<i>Conditional logit</i>	<i>Conditional logit</i>	<i>OLS</i>	<i>OLS</i>
<i>pseudo-R</i> ²	0.509	0.509	0.589	0.589
Número de observações	193 292	193 292	196 355	196 355

Fonte: Cálculos dos autores.

Notas: Nas colunas 1 e 2, a variável dependente é uma variável discricionária que toma o valor 1 se o grupo bancário concede crédito à empresa num determinado ano, e zero nas restantes situações. Nas colunas 3 e 4, a variável dependente corresponde à percentagem do crédito concedido pelo grupo bancário à empresa num determinado ano sobre o valor total dos créditos dessa empresa no mesmo ano. As restantes variáveis estão definidas no quadro 1. Em parêntesis apresentam-se as estatísticas *t* calculadas com desvios-padrão robustos e ajustadas para múltiplas observações para a mesma empresa. ***, ** e * indicam significância estatística com grau de confiança 1%, 5% e 10%.

o crédito bancário também detém dívida titulada emitida pela empresa. Consideramos uma variável discricionária e uma variável contínua, à semelhança do tratamento dado à variável participação no capital. Incluímos também outras variáveis ao nível da empresa, tais como a dimensão da empresa, rendibilidade, endividamento, juros, tangibilidade dos ativos, o número de relações bancárias, número de bancos acionistas, se a empresa tem dívida titulada e se tem acionistas estrangeiros. Os resultados são robustos, permanecendo o coeficiente da variável participação no capital positivo e significativo. A dimensão da empresa e o número de relações bancárias têm um efeito positivo e significativo sobre os empréstimos concedidos, enquanto a cobertura de juros tem um efeito negativo.

Foram realizados outros testes de robustez. Verificámos a robustez dos resultados a uma definição alternativa de participação no capital impondo que existe participação só quando o valor de capital detido pelo banco exceder 5 por cento do valor contabilístico, em vez de 1 por cento. Para esta definição de



participação, concluímos que a probabilidade de um banco conceder crédito aumenta de 14% se o banco não tiver uma posição no capital da empresa para 28% se tiver uma posição no capital da empresa. De seguida, procedemos à estimação da equação (1) tendo em consideração qual a instituição no grupo bancário que detinha uma posição no capital, isto é, se a posição no capital era detida pelo banco ou por outras instituições dentro do grupo, tais como companhias de seguros ou fundos de investimento. Estas instituições, denominadas não-bancárias, não podem conceder crédito mas podem investir nas empresas. Além disso, os motivos para a realização deste investimento podem diferir entre diferentes instituições. Concluiu-se que a probabilidade de um banco conceder crédito à empresa aumenta em 14 pontos percentuais se tiver uma posição acionista detida pelo banco. O resultado é semelhante se a posição acionista for detida por instituições não-bancárias. Em geral, os nossos resultados são robustos a definições alternativas do tamanho da participação no capital e do tipo de instituições que detêm a participação.

4.2. Resultados da hipótese 2

Nesta secção apresentam-se os resultados relativos à hipótese de que relações bancárias mais intensas têm um efeito sobre a probabilidade de um banco com participação no capital conceder um crédito à empresa. Do ponto de vista da empresa uma relação mais forte com o banco pode ser considerada valiosa, na medida em que pode contribuir para a redução das restrições financeiras que as empresas defrontam em períodos de menor atividade. De facto, os bancos podem estar mais dispostos a conceder empréstimos não rentáveis durante tempos difíceis para os clientes, no pressuposto que irão recuperar essas perdas ao longo de uma longa relação. Por outro lado, os bancos podem obter informações privilegiadas sobre as empresas e efetivamente “prender” esses clientes. Vários estudos empíricos usam a duração de uma relação bancária como uma medida da intensidade da relação. Petersen e Rajan (1994) e Berger e Udell (1995) concluíram que a duração da relação bancária afeta positivamente a disponibilidade de crédito. Este resultado é consistente com a ideia de que quanto maior o tempo da relação, maior é a troca de informações. Por outro lado, Ongena e Smith (2000) concluem que o valor de uma relação declina ao longo do tempo e que as empresas podem terminar essas relações precocemente, possivelmente para evitar ficarem “presas” ao banco. Além disso, a capacidade de um banco manter “presa” uma empresa é menor para as empresas com fontes alternativas de crédito bancário.

Para testar a hipótese 2, procedeu-se à estimação dos modelos *logit* e *OLS* com efeitos fixos ao nível da empresa e do banco, incluindo para este efeito na equação (1) um termo de interação entre a variável participação no capital e variáveis ao nível da empresa. Foram utilizadas duas variáveis ao nível da empresa como *proxy* da intensidade da relação bancária: o número de relações bancárias e o número de grupos bancários acionistas da empresa. Espera-se que uma empresa com um maior número de relações bancárias e um maior número de bancos acionistas apresente uma menor probabilidade de selecionar o banco que tem uma posição no capital para a contração de créditos futuros. Em contrapartida, as empresas com um menor número de relações bancárias, ou menor número de bancos acionistas, são mais propensas a confiar no banco que tem uma posição no capital da empresa pois estão mais expostas a problemas de seleção adversa (*lemons problem*), se não usarem esse banco para a obtenção de crédito bancário.

O coeficiente do termo de interação é negativo e significativo em ambos os casos, sugerindo que a relação positiva entre participação do banco no capital e a concessão de crédito diminui com o número de relações bancárias e com o número de bancos acionistas (Quadro 4). Empresas com mais relações bancárias tendem a ser capazes de obter crédito de outros bancos, o que contribui para reduzir a capacidade do banco com participação no capital em manter “presa” a empresa. Por outro lado, os bancos com participação no capital em empresas com um número mais elevado de bancos como acionistas, poderão ter acesso a menos informação. Em ambos os casos, o efeito positivo entre posição no capital e a concessão futura de crédito diminui. Estes resultados são consistentes com a hipótese 2 mas deverão ser interpretados com algum cuidado na medida em que os efeitos marginais, assim como o seu nível de significância, estão dependentes dos valores assumidos pela variável.

Quadro 4

RELAÇÃO ENTRE A CONCESSÃO DE CRÉDITO E A INTENSIDADE DAS RELAÇÕES BANCÁRIAS				
Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
	Número de relações bancárias	Número de bancos acionistas	Número de relações bancárias	Número de bancos acionistas
Participação de capital (<i>dummy</i>)	1.286*** (3.37)	0.732*** (2.58)	0.044** (2.52)	0.033*** (2.88)
Participação de capital x variável da empresa	-0.145*** (-3.20)	-0.017*** (-2.76)	-0.004 (-1.65)	-0.001** (-2.30)
Variável da empresa	0.175*** (23.16)	0.001 (0.26)	-0.000 (-0.06)	-0.000 (-0.39)
Quota de mercado do banco	9.031*** (11.64)	8.615*** (12.37)	0.343*** (8.39)	0.343*** (8.39)
Relação creditícia	8.623*** (29.92)	8.762*** (29.49)	0.706*** (113.19)	0.706*** (113.17)
<i>Dummies</i> ano	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> banco	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> empresa	Sim	Sim	Sim	Sim
Modelo	<i>Conditional logit</i>	<i>Conditional logit</i>	<i>OLS</i>	<i>OLS</i>
<i>pseudo-R2</i>	0.505	0.501	0.592	0.592
Número de observações	264 349	264 349	268 887	268 887

Fonte: Cálculos dos autores.

Notas: Nas colunas 1 e 2, a variável dependente é uma variável discricionária que toma o valor 1 se o grupo bancário concede crédito à empresa num determinado ano, e zero nas restantes situações. Nas colunas 3 e 4, a variável dependente corresponde à percentagem do crédito concedido pelo grupo bancário à empresa num determinado ano sobre o valor total dos créditos dessa empresa no mesmo ano. As restantes variáveis estão definidas no quadro 1. Em parêntesis apresentam-se as estatísticas t calculadas com desvios-padrão robustos e ajustadas para múltiplas observações para a mesma empresa. ***, ** e * indicam significância estatística com grau de confiança 1%, 5% e 10%.

4.3. Endogeneidade

Os problemas de endogeneidade são omnipresentes em pesquisas empíricas sobre governo das sociedades. No nosso trabalho, muitas razões podem ser indicadas para que a participação no capital das empresas e a escolha do banco credor possa ser definida conjuntamente. Este problema potencial foi abordado usando métodos com efeitos fixos ao nível da empresa que controlam para fontes não observadas de heterogeneidade entre as empresas. Os métodos com efeitos fixos resolvem problemas de determinação conjunta na qual uma variável não observada e invariante no tempo determina simultaneamente a escolha do banco credor e a participação no capital. É também equivalente a olhar para alterações na participação no capital na mesma empresa. Os resultados de métodos com efeitos fixos contribuem significativamente para eliminar situações em que variáveis omitidas são fontes de endogeneidade. Na medida em que apenas os efeitos de alteração na participação do capital em determinada empresa são considerados, as variáveis omitidas específicas à empresa não explicam a relação observada entre escolha do banco credor e a participação no capital.

Outra abordagem para resolver problemas de endogeneidade consiste na utilização da variável participação no capital desfasada um período. Fizemo-lo em todas as nossas estimativas. No entanto, pode-se pensar que desfasamento de um ano não é suficiente para responder à preocupação de determinação conjunta. Assim, estimamos os modelos *logit* e *OLS* da equação (1) com efeitos fixos ao nível da empresa e do banco, com a variável participação no capital com um desfasamento de três anos.

Foi também utilizada a metodologia de mínimos quadrados em 2 passos (*2SLS*) para abordar a questão da endogeneidade potencial. Esta metodologia permite tratar simultaneamente as questões relativas a variáveis omitidas e causalidade reversa. Para avaliar a robustez de nossas conclusões a partir da metodologia de variáveis instrumentais *2SLS*, recorreremos a uma estratégia empírica adicional que envolve estimar o efeito de uma variável endógena discricionária (participação no capital) em outra variável endógena contínua (empréstimo concedido pelo banco em percentagem dos empréstimos totais da empresa). Esta



configuração pode ser estimada utilizando o modelo de *treatment effects*. Os detalhes desta análise estão disponíveis em Antão, Ferreira e Lacerda (2011). O coeficiente é positivo e significativo. Assim, depois de controlar para a existência de endogeneidade em ambas as metodologias, *2SLS* e *treatment effects*, mantém-se o resultado que bancos com participações nas empresas apresentam maior probabilidade de virem a conceder crédito a essa empresa no futuro.

5. CONCLUSÃO

Este trabalho procura medir a relação entre a participação dos bancos no capital das empresas e a concessão de crédito bancário, nomeadamente, na escolha do banco credor. Para os credores, o estabelecimento de uma ligação via capital, permite-lhes produzir informação e processar a oferta de empréstimos futuros de forma mais eficiente. Por conseguinte, é mais provável que um banco com uma participação no capital da empresa garanta empréstimos futuros a essa empresa.

Usando uma amostra de empresas portuguesas, cotadas e não cotadas em bolsa, conclui-se que a existência de uma participação no capital da empresa, por parte de um banco, aumenta significativamente, tanto estatística quanto economicamente, a probabilidade desse banco conceder empréstimos a essa empresa no futuro. Os resultados não são explicados pela reputação do banco, pela existência de relações creditícias no passado, e uma variedade de características da empresa, tais como a dimensão da empresa, o desempenho, composição acionista e endividamento, entre outros. Além disso, os resultados são robustos à inclusão de efeitos fixos ao nível da empresa e do banco. A especificação de efeitos fixos ao nível da empresa controla para fontes não observadas de heterogeneidade entre as empresas e resolve problemas associados ao facto de uma variável não observada e invariante no tempo determinar simultaneamente a escolha do credor e a participação no capital da empresa.

Os resultados sugerem que a participação dos bancos como acionistas em empresas não-financeiras tem implicações no mercado de crédito. Um banco com informação privilegiada é suscetível de ser o principal credor da empresa, o que pode gerar benefícios para a empresa em termos de disponibilidade de crédito, mas também pode limitar o seu recurso a outros bancos.

REFERÊNCIAS

- Adams, R., Hermalin, B. e M. Weisbach, 2010, "The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey", *Journal of Economic Literature* 48, 58-107.
- Antão, P., Ferreira, M. e Lacerda, A., 2011, "Banks' Corporate Control and Relationship Lending: Evidence from Retail Loans", Banco de Portugal, *Working Paper* n. 17.
- Berger, A. e G. Udell, 1995, "Relationship lending and lines of credit in small firm finance", *Journal of Business* 68, 351-382.
- Bharath, S., Dahiya, S., Saunders, A. e A Srinivasan, 2007, "So what do I get? The bank's view of lending relationships", *Journal of Financial Economics* 85, 368-419.
- Boot, A., 2000, "Relationship banking: What do we know?" *Journal of Financial Intermediation* 9, 7-25.
- Carey, M. e G. Nini, 2007, "Is the corporate loan market globally integrated? A pricing puzzle", *Journal of Finance* 62, 2969-3008.
- Degryse, H. and S. Ongena, 2005, "Distance, Lending Relationships, and Competition", *Journal of Finance* 60, 231-266.
- Degryse, H. e P. Van Cayseele, 2000, "Relationship lending within a bank-based system: Evidence from european small business data", *Journal of Financial Intermediation* 9, 90-109.
- Dittman, I., Maug, E. e C. Schneider, 2007, "Bankers on the boards of German firms: What they do, what they are worth, and why they are (still) there", Working Paper, European Corporate Governance Institute.
- Drucker, S. e M. Puri, 2005, "On the benefits of concurrent lending and underwriting", *Journal of Finance* 60, 2763 - 2799.
- Drucker, S. e M. Puri, 2006, "Banks in capital markets: A survey, in Empirical Corporate Finance", ed. by Espen Eckbo, *Handbooks in Finance*, Elsevier/North-Holland Publishers.
- Gorton, G. e F. Schmid, 2000, "Universal banking and the performance of german firms", *Journal of Financial Economics* 58, 29-80.
- Houston, J., Itzkowitz, J. e A. Naranjo, 2007, "Borrowing beyond borders: The geography and pricing of syndicated bank loans", *Working Paper*, University of Florida.
- Kracaw, W. e M. Zenner, 1998, "Bankers in the board room: Good news or bad news?" *working paper*, University of North Carolina.
- Morck, R. e M. Nakamura, 1999, "Banks and corporate control in Japan", *Journal of Finance* 54, 319-339.
- Morck, R. , Nakamura, M. e A. Shivdasani, 2000, "Banks, ownership structure, and firm value in Japan", *Journal of Business* 73, 539-567.
- Ongena, S. e D. Smith, 2000, "What determines the number of bank relationships? Cross-country evidence", *Journal of Financial Intermediation* 9, 26-56.
- Ongena, S. e D. Smith, 2001, "The duration of bank relationships", *Journal of Financial Economics* 61, 449-475.
- Petersen, M. e R. Rajan, 1994, "The benefits of firm-creditor relationships: Evidence from small business data", *Journal of Finance* 49, 3-37.
- Rajan, R., 1992, "Insiders and outsiders: The choice between relationship and arm's length debt", *Journal of Finance* 47, 1367-1400.



- Santos, J., 1998, "Banking and Commerce: How does the United States compare to other countries?", *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review* 34, 14-26.
- Sharpe, S., 1990, "Asymmetric information, bank lending and implicit contracts: A stylized model of customer relationships", *Journal of Finance* 45, 1069-1087.
- Weinstein, D. e Y. Yafeh, 1998, On the costs of a bank-centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan, *Journal of Finance* 53, 635-672.
- Yasuda, A., 2005, "Do bank relationships affect the firm's underwriter choice in the corporate bond underwriting?", *Journal of Finance* 60, 1259-1292.
- Yasuda, A., 2007, "Bank relationships and underwriter competition: Evidence from Japan", *Journal of Financial Economics* 86, 369-404.