

António Pedro Martins Soares Pinto

RELAÇÕES BANCÁRIAS, GOVERNO DA EMPRESA  
E DESEMPENHO

2012



UNIVERSIDADE DE COIMBRA





FEUC FACULDADE DE ECONOMIA  
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

António Pedro Martins Soares Pinto

# RELAÇÕES BANCÁRIAS, GOVERNO DA EMPRESA E DESEMPENHO

Tese de Doutoramento na área científica de Gestão de Empresas, especialidade de Finanças Empresariais,  
apresentada à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra para obtenção do grau de Doutor

Orientadores: Prof. Doutor Mário António Gomes Augusto e Prof. Doutor Paulo Miguel Marques Gama Gonçalves

Coimbra, 2012



À minha família

... aos que já partiram  
e aos que estão para vir ...



## AGRADECIMENTOS

Gostaria de expressar a minha sincera gratidão a todas as pessoas e Instituições, sem as quais não teria sido possível realizar este trabalho.

Aos Professores Doutores Mário António Gomes Augusto e Paulo Miguel Marques Gama Gonçalves o meu franco e sentido agradecimento pela orientação, apoio, incentivo e disponibilidade demonstrada que foram decisivos para a conclusão desta dissertação.

À Universidade de Coimbra, em particular à Faculdade de Economia, pela oportunidade que me proporcionaram, com a criação do Programa de Doutoramento em Gestão de Empresas.

À Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Viseu pela oportunidade de beneficiar do programa PROTEC – Programa de apoio à formação de docentes do Ensino Superior Politécnico.

Agradeço igualmente a ajuda preciosa das colegas Madalena Malva e Carla Henriques pela atenção e disponibilidade que sempre demonstraram na discussão de algumas das questões que foram surgindo ao longo deste trabalho.

Embora esta dissertação seja o resultado de um trabalho solitário, recebeu contributos e apoios de várias pessoas que não têm qualquer responsabilidade nos erros ou omissões que eventualmente persistam.

E por último, mas não menos importante, gostaria de agradecer à minha família a paciência, a compreensão e o apoio manifestado, a quem dedico esta dissertação.





## RESUMO

Na investigação desenvolvida em torno do relacionamento bancário e da estrutura de propriedade, a análise dos problemas originados pela assimetria de informação e pela divergência de interesses nas relações estabelecidas entre os diferentes participantes na organização empresarial, têm ganho relevância.

A presença de assimetrias de informação nos mercados de crédito bancário gera problemas de seleção adversa e risco moral criando dificuldades acrescidas no acesso ao crédito. O desenvolvimento da relação bancária permite reduzir os problemas de assimetria de informação, incrementar a flexibilidade negocial, desenvolver a reputação e a confidencialidade. Contudo, a informação adquirida pelo banco da relação confere-lhe um poder de monopólio sobre os restantes credores. Outra linha de investigação desenvolve-se em torno dos problemas que a separação da propriedade e controlo originam, constituindo um ponto de partida para as análises que procuram identificar mecanismos de controlo que possam atenuar os custos de agência.

Até à data tem sido difícil reunir consenso sobre o modo como o relacionamento bancário e a estrutura de propriedade condicionam o desempenho empresarial (avaliado pela rendibilidade operacional). A polémica continua em aberto, na medida em que a repartição do valor criado no relacionamento bancário e o efeito supervisor exercido pelos diferentes mecanismos do governo propostos na literatura têm conduzido a resultados contraditórios.

Ao reconhecerem-se as imperfeições do mercado torna-se evidente que cada um dos atributos – relacionamento bancário, estrutura de propriedade e rendibilidade operacional - é função dos outros, não existindo consenso relativamente ao sentido em que atuam. Um número significativo de estudos tem-se circunscrito às empresas transacionadas no mercado de capitais que porventura não representam a maioria das pequenas e médias empresas (PME's) nem refletem o efeito de um conjunto de

imperfeições que podem existir em mercados menos desenvolvidos, como o mercado de crédito bancário.

Esta dissertação tem como principal objetivo analisar a interação entre as relações bancárias, a estrutura de propriedade e a rentabilidade operacional, no contexto das pequenas e médias empresas (PME's) portuguesas.

O estudo realizou-se sobre uma amostra de 4.163 empresas não financeiras e recolheu-se informação relativa ao período de 2003 a 2007. Utilizou-se, num primeiro momento, um modelo de equações simultâneas estimado pelo método dos mínimos quadrados em três fases (*3SLS*) em que o relacionamento bancário é aferido pelo número de bancos com que a empresa se relacionou durante o período (2003 a 2007) e a estrutura de propriedade pela propriedade interna (propriedade detida por quem desempenha cargos de gestão). Os resultados revelam que o número de bancos e a propriedade interna exercem um efeito negativo na rentabilidade operacional do ativo (*ROA*), por sua vez, o número de bancos é condicionado positivamente pelo *ROA* e negativamente pela propriedade interna, finalmente o *ROA* e o número de bancos estabelecem com a propriedade interna uma relação negativa.

Posteriormente considerou-se a estabilidade da relação bancária, aferida pelo quociente entre o número de bancos comuns e o número de bancos com que a empresa estabelece relações, para medir as relações bancárias e a concentração de propriedade, expressa pela propriedade detida pelos dois principais proprietários, como indicador da estrutura de propriedade. Não foi possível identificar relações de endogeneidade entre as variáveis, pelo que, com o recurso ao método dos mínimos quadrados ordinários, se constatou que a estabilidade da relação e a concentração da propriedade estabelecem com a rentabilidade uma relação quadrática em forma de “U”.

Com este trabalho, além da sistematização da vasta literatura existente, o nosso contributo no plano empírico consistiu em analisar as relações entre o relacionamento bancário, a estrutura de propriedade e a rentabilidade operacional. Utilizando o número de bancos, a propriedade interna e a rentabilidade operacional do ativo como indicadores para medir estes atributos, verificou-se que estabelecem entre si relações de interdependência. Porém, quando se adota a estabilidade da relação bancária e a concentração da propriedade como características do relacionamento bancário e da estrutura de propriedade, a causalidade recíproca não se verifica, no entanto, estabelecem com a rentabilidade operacional uma relação não linear.

## **ABSTRACT**

In research carried surrounding the issue of relationship banking and ownership structure, analysis of the problems caused by asymmetric information and divergent interests in the relationships between the different participants in the business organization have become increasingly relevant.

The presence of information asymmetries in bank credit markets creates problems of adverse selection and moral hazard by creating additional difficulties in accessing credit. The development of the banking relationship can reduce the problems of information asymmetry, increase negotiating flexibility and develop reputation and confidentiality. However, information acquired by the bank in the relationship gives it monopoly power over remaining creditors. Another line of research is developed around the problems stemming from separation of ownership and control, providing a starting point for analyses which seek to identify control mechanisms that can mitigate agency costs.

To date it has been difficult to obtain a consensus about how the relationship banking and ownership structure affect business performance (measured by operating profitability). The controversy remains open in that, the division of the value created in the relationship banking and the supervisory effect exercised by the different governance mechanisms proposed in the literature, have led to conflicting results.

In recognizing market imperfections it becomes evident that each of the attributes – relationship banking, ownership structure and operating profitability – is a function of the other, so there is no consensus regarding the direction in which they operate. A significant number of studies has been limited to companies traded in the capital market, which may not represent most small and medium enterprises (SMEs), nor reflect the

effect of a set of imperfections which may exist in less developed markets such as the bank credit market.

The main aim of this work is to analyze the interaction between relationship banking, ownership structure and operating profitability in the context of small and medium enterprises (SMEs) in Portugal.

The study was conducted on a sample of 4163 non-financial companies and collected information for the period of 2003 to 2007. At first, a simultaneous equations model was used, estimated by the three stage least squares method (*3SLS*) in which relationship banking is measured by the number of banks with which the company was related during the period (2003 to 2007) and ownership structure through internal property (property owned by whoever performs management positions). The results reveal that the number of banks and internal property exert a negative effect on return on assets (*ROA*). In turn, the number of banks is affected positively the *ROA* and negatively by internal property. Finally *ROA* and the number of banks and internal property have a negative relationship.

Later, the stability of the banking relationship was considered, measured by the ratio between the number of common banks and the number of banks with which the company establishes relationships to measure banking relationships and ownership concentration, expressed by the property held by the two main owners as an indicator of the ownership structure. It was impossible to identify endogenous relationships between variables, such that, the use of the ordinary least squares method found that the stability of the relationship and concentration of ownership have a quadratic U-shaped relationship with profitability.

In addition to the systematization of the vast literature which exists, our contribution through this work was to analyze empirically the relationship between relationship banking, ownership structure and operating profitability. Using the number of banks, internal property and return on assets as indicators to measure these attributes, they were found to have interdependent relationships. However, when the stability of the banking relationship and ownership concentration are adopted as characteristics of the banking relationship and ownership structure, a reciprocal causality is not found, but they establish a nonlinear relationship with operational profitability.

# ÍNDICE GERAL

## CAPÍTULO 1 INTRODUÇÃO GERAL

1.1. ENQUADRAMENTO E DELIMITAÇÃO DO TEMA .....	3
1.2. MOTIVAÇÃO .....	8
1.3. ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO .....	9

## ENQUADRAMENTO TEÓRICO

### CAPÍTULO 2 O DESEMPENHO

2.1. INTRODUÇÃO .....	15
2.2. EFEITO INDÚSTRIA E EFEITO EMPRESA .....	16
2.3. FATORES EXPLICATIVOS DO DESEMPENHO .....	20
2.4. MEDIDAS DE DESEMPENHO .....	22
2.5. RESUMO E CONCLUSÃO .....	28

### CAPÍTULO 3 RELAÇÕES BANCÁRIAS E DESEMPENHO

3.1. INTRODUÇÃO .....	33
3.2. CARACTERIZAÇÃO DO RELACIONAMENTO BANCÁRIO .....	36
3.3. A INTENSIDADE DA RELAÇÃO .....	38
3.4. OS FATORES DETERMINANTES DO NÚMERO DE RELAÇÕES BANCÁRIAS .....	40
3.5. EFEITO DAS ASSIMETRIAS DE INFORMAÇÃO NA RELAÇÃO BANCÁRIA .....	43
3.6. BENEFÍCIOS E CUSTOS DO RELACIONAMENTO BANCÁRIO .....	45
3.6.1. OS BENEFÍCIOS .....	46
3.6.2. OS CUSTOS .....	48
3.7. A CONCORRÊNCIA E A RELAÇÃO BANCÁRIA .....	49

3.7.1. A CONCORRÊNCIA INIBE A RELAÇÃO BANCÁRIA .....	50
3.7.2. A CONCORRÊNCIA INTENSIFICA A RELAÇÃO BANCÁRIA .....	51
3.8. IDENTIDADE E DIMENSÃO DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO .....	52
3.9. RELAÇÕES BANCÁRIAS E CONDIÇÕES DE FINANCIAMENTO .....	53
3.9.1. DISPONIBILIDADE DE CRÉDITO.....	53
3.9.2. CONDIÇÕES CONTRATUAIS .....	58
3.9.3. EMPRESAS SUJEITAS A RESTRIÇÕES FINANCEIRAS.....	59
3.10. O EFEITO DAS RELAÇÕES BANCÁRIAS NO DESEMPENHO EMPRESARIAL .....	60
3.11. RESUMO E CONCLUSÃO.....	64

## CAPÍTULO 4

### GOVERNO DA EMPRESA E DESEMPENHO

4.1. INTRODUÇÃO.....	67
4.2. CONCEITO DE GOVERNO DA EMPRESA.....	67
4.3. O GOVERNO DA EMPRESA: FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA .....	72
4.4. OS MODELOS DO GOVERNO DA EMPRESA .....	76
4.5. MECANISMOS DE CONTROLO .....	79
4.5.1. MECANISMOS DE CONTROLO EXTERNOS .....	80
4.5.1.1. O MERCADO DE TRABALHO.....	80
4.5.1.2. O MERCADO DE CAPITAL .....	81
4.5.1.3. O MERCADO DE BENS E SERVIÇOS .....	82
4.5.1.4. O SISTEMA LEGAL/POLÍTICO .....	82
4.5.2. MECANISMOS DE CONTROLO INTERNOS .....	83
4.5.2.1. ESTRUTURA DE PROPRIEDADE .....	84
4.5.2.2. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO .....	89
4.5.2.3. O ENDIVIDAMENTO.....	92
4.5.2.4. SISTEMAS DE REMUNERAÇÃO DOS DIRETIVOS.....	94
4.5.2.5. POLÍTICA DE DIVIDENDOS .....	97
4.6. O EFEITO DO GOVERNO DA EMPRESA NO DESEMPENHO EMPRESARIAL.....	98
4.6.1. A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE.....	98
4.6.1.1. A CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E O DESEMPENHO.....	98
4.6.1.1.1. DETERMINANTES DA CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE .....	98
4.6.1.1.2. CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E DESEMPENHO .....	101
4.6.1.2. A IDENTIDADE DO PROPRIETÁRIO E O DESEMPENHO .....	103

4.6.1.3. A PROPRIEDADE INTERNA E O DESEMPENHO .....	104
4.6.2. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, DIRETOR GERAL E O DESEMPENHO.....	106
4.7. RESUMO E CONCLUSÃO.....	110

## CAPÍTULO 5

### RELAÇÃO BANCÁRIA, GOVERNO DA EMPRESA E DESEMPENHO

5.1. INTRODUÇÃO .....	113
5.2. O BANCO COMO CREDOR .....	115
5.3. O BANCO COMO PROPRIETÁRIO .....	121
5.4. O BANCO COMO CREDOR E PROPRIETÁRIO.....	126
5.5. EFEITO DA PARTICIPAÇÃO BANCÁRIA NO DESEMPENHO E RISCO EMPRESARIAL .....	129
5.5.1. HIPÓTESE DE CUSTOS DE AGÊNCIA.....	130
5.5.2. HIPÓTESE DO EFEITO DE INFORMAÇÃO .....	132
5.6. RESUMO E CONCLUSÃO.....	133

## ESTUDO EMPÍRICO

### CAPÍTULO 6

#### POPULAÇÃO, AMOSTRA, DADOS E VARIÁVEIS

6.1. POPULAÇÃO, AMOSTRA E DADOS .....	139
6.2. VARIÁVEIS.....	142
6.2.1. DESEMPENHO EMPRESARIAL .....	142
6.2.2. RELAÇÃO BANCÁRIA .....	144
6.2.3. ESTRUTURA DE PROPRIEDADE .....	145
6.2.4. VARIÁVEIS DE CONTROLO .....	147

### CAPÍTULO 7

#### NÚMERO DE RELAÇÕES BANCÁRIAS, PROPRIEDADE INTERNA E RENDIBILIDADE OPERACIONAL

7.1. INTRODUÇÃO .....	153
-----------------------	-----

7.2. HIPÓTESES E METODOLOGIA .....	158
7.2.1. HIPÓTESES A TESTAR .....	158
7.2.2. METODOLOGIA .....	163
7.3. DIAGNÓSTICO DE ENDOGENEIDADE .....	171
7.4. RESULTADOS .....	173
7.5. DISCUSSÃO DE RESULTADOS.....	174
7.5.1. RELAÇÕES DE INTERDEPENDÊNCIA ENTRE AS VARIÁVEIS ENDÓGENAS .....	175
7.5.2. EFEITO DAS VARIÁVEIS DE CONTROLO NAS VARIÁVEIS ENDÓGENAS.....	182
7.6. RESULTADOS ADICIONAIS .....	184
7.6.1. RENDIBILIDADE OPERACIONAL DOS CAPITAIS INVESTIDOS .....	184
7.6.2. O EFEITO INDÚSTRIA.....	186
7.6.3. SUBAMOSTRA IDADE .....	188
7.6.4. SUBAMOSTRA DIMENSÃO.....	191
7.7. RESUMO E CONCLUSÃO.....	193

## CAPÍTULO 8

### ESTABILIDADE DA RELAÇÃO BANCÁRIA, CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E RENDIBILIDADE OPERACIONAL

8.1. INTRODUÇÃO .....	199
8.2. METODOLOGIA .....	203
8.3. RESULTADOS .....	206
8.4. DISCUSSÃO DE RESULTADOS.....	207
8.5. ANÁLISE DE ROBUSTEZ.....	209
8.6. ANÁLISE COM DADOS EM PAINEL.....	214
8.7. RESUMO E CONCLUSÃO.....	218

## CAPÍTULO 9

### CONCLUSÕES GERAIS

9. CONCLUSÕES GERAIS.....	221
ANEXOS.....	231
BIBLIOGRAFIA .....	255



## ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 2.1: Importância relativa dos diferentes efeitos.....	19
Tabela 2.2: Medidas de desempenho .....	28
Tabela 3.1: Impacto das relações bancárias no desempenho .....	63
Tabela 4.1: Diferenças mais significativas entre os modelos de governo de empresa... 79	
Tabela 4.2: Impacto do governo da empresa no desempenho .....	109
Tabela 5.1.A: Impacto das relações bancárias no Custo, Garantias e Disponibilidade de crédito.....	118
Tabela 5.1.B: Identificação de custos.....	119
Tabela 5.2: Impacto da participação bancária no capital da social da empresa .....	123
Tabela 5.3: Impacto da participação bancária nos órgãos de gestão (administração)..	125
Tabela 6.1: População – Evolução das principais características do tecido empresarial português: 2004-07 .....	140
Tabela 6.2: Amostra - Principais características por classe de dimensão de pessoas ao serviço, valores médios 2003-2007.....	142
Tabela 6.3: Resumo das variáveis selecionadas e sua operacionalização .....	149
Tabela 7.1: Sistema de equações: análise da estrutura do modelo .....	169
Tabela 7.2: Condição de ordem.....	170
Tabela 7.3: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários. ....	172
Tabela 7.4: Resultado da estimação do sistema de equações simultâneas. ....	174
Tabela 7.5: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários - Rendibilidade operacional dos capitais investidos ( <i>ROCI</i> ).....	185
Tabela 7.6: Resultado da estimação do sistema de equações simultâneas - Rendibilidade operacional dos capitais investidos ( <i>ROCI</i> ).....	186
Tabela 7.7: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – efeito indústria. ....	187
Tabela 7.8: Resultado da estimação do sistema de equações simultâneas – efeito indústria.....	187
Tabela 7.9: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – Idade (1º Quartil, observações 1 - 1041) .....	188
Tabela 7.10: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – Idade (2º Quartil; observações 1042 - 2082) .....	189
Tabela 7.11: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – Idade (3º Quartil; observações 2083 - 3123) .....	189

Tabela 7.12: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – Idade (4º Quartil; observações 3124 - 4163) .....	190
Tabela 7.13: Resultado da estimação do sistema de equações simultâneas – Idade (4º Quartil; observações 3124 - 4163) .....	190
Tabela 7.14: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – Dimensão (Micro).....	191
Tabela 7.15: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – Dimensão (Restantes) .....	192
Tabela 7.16: Resultado da estimação do sistema de equações simultâneas. ....	192
Tabela 8.1: Estatística descritiva da estabilidade da relação bancária e da concentração de propriedade .....	203
Tabela 8.2: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – Estabilidade da Relação Bancária.....	204
Tabela 8.3: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – Concentração de propriedade.....	204
Tabela 8.4: Impacto da estabilidade da relação bancária na rentabilidade operacional do ativo.....	206
Tabela 8.5: Impacto da concentração de propriedade na rentabilidade operacional do ativo.....	206
Tabela 8.6. Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – <i>ERB (bancos comuns / número total de bancos) e ROCI</i> .....	210
Tabela 8.7. Impacto da <i>ERB (bancos comuns / número total de bancos)</i> no <i>ROCI</i> .....	210
Tabela 8.8. Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – <i>ERB (bancos comuns / número médio de bancos) e ROA</i> .....	211
Tabela 8.9. Impacto da <i>ERB (bancos comuns / número médio de bancos)</i> no <i>ROA</i> ....	211
Tabela 8.10. Estudo da endogeneidade - resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – <i>ERB (bancos comuns / número de bancos de 2007) e ROA</i> ...	212
Tabela 8.11. Impacto da <i>ERB (bancos comuns / número de bancos de 2007)</i> no <i>ROA</i>	212
Tabela 8.12. Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – <i>Concentração de propriedade e ROCI</i> .....	213
Tabela 8.13. Impacto da concentração de propriedade no <i>ROCI</i> .....	214
Tabela 8.14: Impacto da estabilidade da relação bancária na rentabilidade .....	217
Tabela 8.15: Impacto da concentração de propriedade na rentabilidade .....	218

# **CAPÍTULO 1**

## **INTRODUÇÃO GERAL**



### **1.1. ENQUADRAMENTO E DELIMITAÇÃO DO TEMA**

Uma das temáticas a despertar grande interesse no âmbito da investigação em finanças empresariais prende-se com a identificação dos fatores que estão na origem dos diferentes níveis de desempenho. Pese o amplo debate estabelecido, tem sido difícil reunir consenso em torno da importância relativa da estrutura de mercado e dos recursos organizacionais como determinantes do mesmo. Esta discussão decorre do confronto entre duas perspetivas conceituais distintas: a economia industrial e a abordagem com base nos recursos empresariais.

A economia industrial (Porter, 1981) sugere que as diferenças ao nível de desempenho decorrem de fatores de natureza industrial (barreiras de entrada, barreiras de saída, nível de concentração, etc.). Por sua vez, o enfoque nos recursos (Wernerfelt, 1984) realça o papel exercido pelos fatores de caráter interno, nomeadamente os recursos e capacidades da empresa (sobretudo aqueles que possuem uma natureza intangível), como verdadeiros impulsionadores do desempenho face aos concorrentes. Neste quadro esta dissertação orienta-se na perspetiva dos recursos.

A teoria dos recursos e capacidades considera que num mesmo setor existem empresas com diferentes níveis de rentabilidade, e a origem destes deve ser investigada nos fatores internos inerentes a cada uma. Nesta perspetiva, as vantagens competitivas decorrem das diferentes capacidades empresariais e estas, por sua vez, consequência das decisões tomadas no seio da empresa (Lado e Wilson, 1994)

A revisão da literatura sobre os recursos estratégicos empresariais permite destacar os seguintes: a posição tecnológica (Donovan, 1996), a inovação (Pil e Holwelg, 2003), os recursos comerciais (Kara et al., 2005), a qualidade dos recursos e serviços (Renuka e Venkateshwara, 2006), a gestão dos recursos humanos (Rogoff et al., 2004), os sistemas de informação (Tse e Soufani, 2003), a cultura (McLarty, 2000), as relações bancárias (Degryse e Ongema, 2001, Ongema e Smith, 2001) e o governo da empresa (Bhagat e Bolton, 2008, Omran et al., 2008)

Este trabalho centra a análise em dois deles: relações bancárias e governo da empresa. Como no seio da empresa as decisões não são tomadas isoladamente mas de forma conjunta, fruto das imperfeições do mercado, os fatores explicativos do desempenho determinam a existência de interações entre si, tornando-se necessária a análise integrada e simultânea das relações bancárias, governo e desempenho.

A relação bancária é justificada pelas imperfeições que se verificam nos mercados financeiros, contribuindo esta significativamente para a sua diminuição. A legitimação da intermediação financeira decorre das imperfeições presentes nestes mercados, destacando-se: *i*) os custos de transação; *ii*) as assimetrias de informação e *iii*) os custos de agência (Benston e Smith, 1976). Os custos de transação decorrem não só dos gastos monetários resultantes da produção de ativos financeiros, provenientes da não coincidência física e temporal dos interesses dos diferentes agentes, como também dos relativos ao processamento administrativo e da aquisição de informação, aspetos que o intermediário financeiro desempenha com vantagens comparativas. Relativamente aos problemas provenientes da assimetria de informação, devem-se distinguir os que são gerados *a priori*, provenientes da dificuldade em aferir a qualidade dos proponentes ao crédito, dos que *a posteriori* decorrem da dificuldade em os controlar. Esta segunda vertente relaciona-se com o que a teoria da agência postula, no sentido em que, o incentivo que a empresa pode ter para levar a cabo comportamentos oportunistas, gera custos de agência significativos que o intermediário pode diminuir, fruto da sua especialização em atividades de supervisão e controlo.

Os bancos e as empresas estabelecem relações que lhes permitem superar os problemas de assimetria de informação aliviando, desse modo, as dificuldades sentidas na obtenção de recursos financeiros. Diamond (1984) refere que a intermediação financeira desempenha um importante papel na recolha de informação e na redução dos custos de supervisão, constituído um forte incentivo ao financiamento através da dívida bancária. Os bancos controlam o financiamento concedido e supervisionam a atividade da empresa através da celebração de contratos e de interações frequentes. Os empréstimos bancários sinalizam a solvabilidade da empresa a outros agentes do mercado e reduzem os custos de informação na celebração de novos contractos (Fama, 1985).

O valor criado resulta, em primeiro lugar, da capacidade de os intervenientes na relação partilharem informação. Em segundo lugar, permite a inclusão de cláusulas na celebração de contratos financeiros que contribuem decisivamente para aumentar o

bem-estar de ambas as partes. A flexibilidade e a discricionariedade dos contratos permitem a utilização de “*soft information*” não contabilística que fomenta a contratação a longo prazo. A concessão de crédito bancário inclui acordos implícitos que contribuem decisivamente para a resolução de conflitos e/ou, inclui garantias que devem ser supervisionadas, constituindo a proximidade do banco um fator fundamental. O relacionamento bancário permite financiar projetos que não são rentáveis para o banco, numa perspetiva de curto prazo, mas bastantes motivadores quando inseridos numa relação suficientemente dilatada no tempo (Boot, 2000). A razão reside no facto de uma relação prolongada possibilitar transferências inter-temporais geradoras de valor.

O relacionamento bancário potencia acordos menos rígidos que os estabelecidos através do mercado de capitais, facilitando a renegociação e a maior flexibilidade contratual, sustentadas na confiança mútua e na reputação criada. Este facto torna possível a utilização de contratos incompletos a longo prazo, em circunstâncias onde as assimetrias de informação dificultam o acesso ao mercado de capitais ou ao financiamento através de bancos exteriores à relação. Mas a flexibilidade inerente ao relacionamento bancário pode originar efeitos perversos sobre os incentivos, *a priori*, junto da empresa (*soft budgeting problema*), dado o incumprimento do serviço da dívida não ser penalizado pelo banco. Simultaneamente, o financiamento bancário proporciona ao banco um monopólio informacional que tem associado um problema de retenção (*hold-up problem*), dado que a informação privada que o banco obtém leva a empresa a ficar capturada informacionalmente, tornando-a muito mais dependente do banco que a financia. A ameaça de um comportamento oportunista por parte do banco pode destruir oportunidades de investimento valiosas. Contudo, um aumento do número de credores tem associado ineficiências de gestão, na medida em que o controlo exercido por cada um diminui (Bolton e Scharfstein, 1996, Hart, 1995). No entanto, parte desta discricionariedade diretiva resulta do *free cash-flow* gerado podendo ser controlada através da dívida bancária (Jensen, 1986). Se a empresa estabelecer relações múltiplas, o monopólio informativo do banco diminui substancialmente e o problema de retenção é menor. Mas a multiplicidade de relações pode condicionar o acesso ao crédito e diminuir o valor da informação adquirida por cada banco, pondo em causa, *a posteriori*, a disponibilidade de fundos para a empresa.

A literatura documenta como principais benefícios das relações bancárias a redução dos problemas de assimetrias de informação, o aumento da disponibilidade de crédito e a maior disciplina dos gestores, sendo o impacto no desempenho empresarial condicionado pela forma como o valor criado na relação é repartido.

Paralelamente, as empresas têm assistido a processos de transformação caracterizados por: *i*) uma crescente separação entre propriedade e o controlo e *ii*) uma abertura do seu capital a investidores externos. Isto coloca-nos perante um novo paradigma traduzido na necessidade de avaliar a forma como o governo da empresa condiciona o desempenho. O governo da empresa é um conjunto de instituições que induzem os gestores a interiorizar os interesses dos *stakeholders* que nela participam (Tirole, 2006). Faz referência ao sistema complexo da envolvente institucional e das relações através das quais é dirigida e controlada. Pode ser entendido como um sistema de controlo através do qual os *stakeholders* da empresa supervisionam os gestores protegendo, dessa forma, os seus interesses (John e Senbet, 1998). Sistema que conduz à utilização eficiente dos recursos e permite a criação de valor. Diversos mecanismos de supervisão e controlo ajudam a diminuir o comportamento discricionário dos agentes, nomeadamente dos diretivos, sobre o propósito da maximização do valor da empresa. Entre estes mecanismos incluem-se: *i*) no âmbito externo: o mercado de trabalho, o mercado de capitais, o mercado de bens e serviços, e o sistema legal/político, constituindo mecanismos disciplinadores da atuação diretiva, ajudando a alinhar os objetivos e interesses do agente e do principal e *ii*) no plano interno: a estrutura (concentração de propriedade e propriedade interna), a natureza da propriedade, a composição dos órgãos de gestão (administração), o endividamento, o sistema de remuneração e a política de dividendos.

Como resultado do quadro institucional, da estrutura de propriedade e da atuação reguladora, configuram-se dois modelos de supervisão e controlo: sistema anglo-saxónico e sistema continental. As implicações, num e noutro caso, são amplas, decorrendo da forma como a poupança é canalizada para o investimento tendo a ver com a estrutura de propriedade, o marco institucional e legal e com os valores sociais refletidos nas ideologias políticas dominantes.

O objetivo principal do governo da empresa é o de contribuir para a construção de incentivos e mecanismos de controlo que permitam minimizar: *i*) os custos de agência decorrentes da separação da propriedade e o controlo e *ii*) formas organizacionais



ineficientes, consideradas como origem de perdas de valor. A forma como se articula a propriedade e o controlo regista diferenças significativas ao nível dos diferentes países, sendo possível distinguir, entre estes, sistemas de governo assentes em mecanismos internos, como por exemplo a presença de um acionista de referência e aqueles em que prevalecem os de carácter externo com predomínio da disciplina de mercado. Em ambas situações, o problema central consiste em desenvolver sistemas ótimos que reforcem a continuidade de relações eficientes, face ao comportamento oportunista dos agentes, implementando procedimentos apropriados de incentivos e de resolução de conflitos. Refira-se que o problema de agência no governo empresarial decorre, no sistema continental, da presença de um acionista de referência (maioritário) e acionistas minoritários e, no sistema anglo-saxónico, dos conflitos entre acionistas e gestores.

Para além da supervisão que os bancos exercem como credores, desempenham também um importante papel de controlo enquanto acionistas, especialmente nos sistemas de tipo continental. A carteira de ações, para além dos rendimentos financeiros que gera, proporciona às instituições de crédito um instrumento que lhes permite manter relações estáveis com os seus clientes, das quais resultam vantagens que colocam o banco numa posição de privilégio. Esta possibilita, através da participação nos órgãos de gestão das empresas participadas, o acesso a informação importante permitindo ao banco controlar a atividade da empresa e avaliar o seu risco de crédito (Diamond, 1984, Prowse, 1990). Desta forma, o banco constitui-se como acionista de referência que consegue reduzir os problemas de assimetria de informação na concessão de crédito e evitar os riscos da política de investimento da empresa a curto prazo (Hosti et al., 1990b, Gorton e Smith, 2000). Como acionista de referência e envolvido na gestão da empresa, desencadeia mecanismos de controlo para vigiar os diretivos e condicionar a sua conduta. A informação a que têm acesso permite-lhes realizar atividades de supervisão e controlo a menor custo (Kang e Shivdasani, 1999)

O duplo papel desempenhado pelos bancos confere-lhes incentivos maiores de vigilância que decorrem dos direitos de controlo que possuem enquanto credores e dos benefícios que a participação acionista lhes confere. No entanto, não é evidente o papel exercido por estes no desempenho empresarial. Se por um lado, os interesses dos bancos coincidirem com os dos restantes credores, o aumento da sua participação na propriedade da empresa faz aumentar o seu valor, na medida em que o controlo exercido, fruto da informação que dispõem, beneficie todos os detentores de direitos

sobre os *cash flows* futuros; por outro, a situação de credor pode incentivá-lo (na medida em que existam problemas de assimetria de informação) a utilizar o seu poder para expropriar a riqueza aos restantes bancos e acionistas. Os resultados não permitem tirar conclusões definitivas, variando em função da amostra e do período considerado.

Apesar dos numerosos estudos efetuados não existe uma teoria integradora capaz de explicar o complexo âmbito das finanças empresariais. Partindo da hipótese de mercados de capitais perfeitos, numerosos trabalhos admitiam que as decisões financeiras exerciam um efeito individual no desempenho empresarial. No entanto, o estado atual da investigação reconhece que, entre outras, a assimetria de informação e os conflitos de interesses intrínsecos ao funcionamento da empresa, constituem imperfeições de mercado, pelo que a análise de cada uma daquelas decisões deve efetuar-se de forma conjunta e inter-relacionada.

Neste quadro, esta dissertação tem como principal objetivo analisar a interdependência entre as relações bancárias, o governo da empresa e o desempenho, no contexto das pequenas e médias empresas (PME's) portuguesas. As especificidades destas empresas, ao nível da assimetria de informação, do valor da informação produzida e dos interesses, por vezes, conflituosos da direção da empresa com os credores e proprietários, entre outros aspetos, reservam ao estudo integrado do relacionamento bancário, do governo da empresa e do desempenho um papel relevante.

## **1.2. MOTIVAÇÃO**

Para além do objetivo acabado de enunciar, esta investigação pretende sistematizar a literatura existente em torno das questões do relacionamento bancário, do governo e do desempenho. O facto de a maioria dos trabalhos dedicarem a sua atenção a grandes empresas e mercados leva-nos a concluir que, ainda com base na revisão da literatura, se mostra indispensável aprofundar o estudo destas questões no universo das empresas de menor dimensão (PME's) que, julgamos, não se encontra suficientemente tratado. Consideramos ainda que a insuficiência de estudos no contexto das empresas portuguesas constitui um impulso determinante na realização desta dissertação.

### **1.3. ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO**

Para além deste capítulo de carácter introdutório, o corpo do trabalho é composto por oito capítulos, correspondendo os quatro primeiros à análise teórica, os três seguintes dedicados ao estudo empírico e finaliza com uma síntese do trabalho desenvolvido, das principais conclusões, limitações e uma breve referência a pistas de investigação futura.

O capítulo 2 procura contextualizar a problemática do desempenho empresarial, identificando as suas condicionantes, os fatores explicativos e as métricas para o avaliar. Caracteriza sumariamente as condicionantes externas (efeito indústria) e internas (efeito empresa) do desempenho, dando ênfase aos recursos e capacidades inerentes a cada empresa. Faz uma breve referência aos fatores de carácter interno e à importância que têm despertado nas diferentes linhas de investigação. A terminar este capítulo dá-se conta de alguns indicadores que têm sido utilizados pela literatura para avaliar o desempenho

O capítulo 3 qualifica o relacionamento bancário, avalia a intensidade da relação, os fatores determinantes do número de relações bancárias e o efeito das assimetrias de informação. Identifica os benefícios e os custos do relacionamento bancário, a importância da concorrência bancária e o modo como esta condiciona o recurso ao financiamento. Este capítulo termina com a avaliação do impacto das relações bancárias no desempenho.

A relevância que o governo assume no contexto organizacional é objeto do capítulo 4. Aqui é efetuada uma revisão à sua fundamentação teórica, destacando os modelos de governo e os mecanismos de controlo (internos e externos). Avalia ainda o impacto de algumas características (concentração de propriedade, propriedade interna, gestão) no desempenho.

O capítulo 5 dá conta dos diferentes papéis que o banco pode desempenhar: como credor, como proprietário ou assumindo em simultâneo estes dois papéis. Avalia o efeito da participação bancária no desempenho e no risco empresarial tendo presente os custos de agência e o efeito informativo.

Analisadas as principais contribuições teóricas no âmbito da temática em estudo, o capítulo 6 está dividido em duas secções. A primeira caracteriza a população e amostra, os critérios que presidiram à sua seleção, bem como o processo seguido na recolha de informação. A segunda é dedicada à seleção das variáveis observadas utilizadas como indicadores.

O capítulo 7 analisa as relações de interdependência entre o número de bancos, a propriedade interna e a rendibilidade operacional. Formula as hipóteses a testar, apresenta a metodologia (sistema de equações simultâneas), analisa os resultados e realiza um teste de robustez ao modelo formulado.

A fechar a parte empírica, o capítulo 8 considera novos indicadores para o estudo das relações bancárias (estabilidade da relação) e do governo (concentração de propriedade). Na impossibilidade de prosseguir com a metodologia adotada no capítulo anterior, analisa a relação não linear que cada um destes indicadores estabelece com a rendibilidade e realiza um teste de robustez aos resultados obtidos.

## **ENQUADRAMENTO TEÓRICO**



## **CAPÍTULO 2**

### **O DESEMPENHO**





## **2.1. INTRODUÇÃO**

As Pequenas e Médias Empresas (PME's) têm sido nos últimos anos objeto de atenção de numerosos trabalhos, tendo em conta a capacidade de gerar emprego e o papel primordial que desempenham como criadoras de riqueza. Este facto permitiu um maior conhecimento das suas características e das suas relações com a envolvente, embora prevaleçam fragilidades de carácter estrutural que condicionam a sua sobrevivência e diminuem a sua competitividade. A globalização dos mercados, a aceleração das alterações tecnológicas e o desenvolvimento de novos sistemas de informação e comunicação, aliadas à fraca gestão do conhecimento, à dificuldade de captar capitais alheios, à fraca qualificação dos empresários e trabalhadores e à dificuldade em incorporar as inovações tecnológicas são, entre outros, aspetos que dificultam e limitam o desempenho das PME's.

Em sistema de mercado, em que a sobrevivência da empresa depende da obtenção de um resultado suficiente para remunerar todos os agentes que intervêm no processo de criação de valor, a obtenção de uma rendibilidade adequada ao investimento realizado converte-se numa referência básica para estruturar os diferentes objetivos da empresa. As questões de sobrevivência, a complexidade e o dinamismo da envolvente empresarial obrigam a um conhecimento cada vez mais profundo das organizações bem como das variáveis ou fatores que se convertem em elementos chave do seu desempenho. A necessidade de identificar estes fatores constitui um objetivo que, pese o facto de ser objeto de controvérsia, continua a despertar interesse entre os académicos e os profissionais.

São muitas as investigações efetuadas em torno do desempenho empresarial, prevalecendo a ideia de que defini-lo é algo complexo, dado tratar-se de uma variável condicionada por múltiplos fatores e de carácter muito diverso. Genericamente o desempenho pode ser entendido como um conjunto de características que diferencia

uma empresa das suas concorrentes permitindo-lhe manter-se no sector com bons resultados (Porter, 1991, Salas, 1993, Camisón, 1996, etc.). A vantagem comparativa de uma empresa, face às suas concorrentes, radica nas capacidades, recursos, conhecimentos e atributos de que dispõe permitindo-lhe obter rendimentos superiores.

Autores como Martín e McConnel (1991) interpretam o desempenho como a capacidade da empresa em gerar resultados e manter uma determinada quota de mercado. Estes indicadores dependem de um conjunto de fatores controlados diretamente pela empresa (tecnologia, produto, estratégia, custos, investigação, etc.), pelo Estado (políticas, impostos, etc.) e por circunstâncias alheias à empresa (o preço dos *inputs*, as condições de procura, as condições climatéricas, etc.).

Este capítulo está organizado da seguinte forma: para além desta introdução, a secção 2.2. aborda o efeito indústria e o efeito empresa, a secção 2.3. os fatores explicativos do desempenho, a secção 2.4. as medidas de desempenho e, por fim, a secção 2.5. o resumo e conclusão.

## **2.2. EFEITO INDÚSTRIA E EFEITO EMPRESA**

São muitas as investigações que centram a atenção na identificação das diferentes condicionantes e na importância relativa de cada uma no desempenho empresarial (Cubbin e Geroski, 1987, Wernefelt e Montgomery, 1988, McGahan e Porter, 1997, Mauri e Michales, M., 1998). A revisão da literatura permite identificar os fatores que condicionam o desempenho e agregá-los em duas categorias: uma ligada a fatores externos (efeito indústria) e outra a internos (efeito empresa). Entre os primeiros incluem-se as variáveis de natureza macroeconómica, institucional e sectorial e, nos segundos, os relacionados com a estratégia e a organização empresarial.

Entre os fatores externos à empresa, a abordagem macroeconómica refere que o desempenho empresarial só se pode alterar substancialmente com a melhoria na envolvente económica, com a alteração de políticas (monetária e fiscal) e com a eficiência dos fatores produtivos. A visão exposta entronca diretamente na análise

neoclássica do desenvolvimento das nações em termos de preços relativos de produtos e dos fatores de produção.

Esta visão é sustentada na *teoria ricardiana das vantagens comparativas*, para a qual os custos e os preços relativos são os fatores determinantes da capacidade competitiva da empresa numa determinada economia. Os custos de produção entre países são diferentes, fruto de distintas combinações proporcionadas pelo preço relativo dos fatores produtivos. Em condições de livre comércio, cada país tende a especializar-se nos produtos em que é mais competitivo.

Alterando os pressupostos da teoria neoclássica do comércio internacional, a noção de desempenho torna-se mais complexa com a introdução de outras variáveis, nomeadamente de índole sectorial e empresarial. Neste contexto, a abordagem macroeconómica perde relevância, privilegiando-se, como fatores determinantes do desempenho, as características estruturais do mercado e o comportamento estratégico da empresa. Na ausência de concorrência perfeita, não é seguro que a redução de custos se transmita aos preços e muito menos que estes constituam a única variável determinante da estratégia empresarial. A abordagem sectorial defende que o desempenho da empresa não pode avaliar-se independentemente das condições estruturais que prevalecem na indústria. As diferenças sectoriais nos custos, preços, margens e resultados têm origem nas imperfeições do mercado e na intensidade do capital e da mão-de-obra.

À luz da teoria da Organização Industrial desenvolvida na década de oitenta, as vantagens competitivas da empresa resultam da permanência num determinado sector industrial. Para Scherer e Ross (1990) a diferença de rendibilidade entre sectores industriais constitui um elemento determinante do desempenho empresarial. A melhoria deste é também condicionada pelas alterações institucionais, uma vez que as políticas introduzidas podem ser insuficientes quando não acompanhadas por mudanças na envolvente.

Desenvolvimentos posteriores, apoiados na teoria da empresa baseada nos recursos, questionam alguns destes princípios e contestam a relação estabelecida entre os elementos estruturais e os resultados obtidos pela empresa. Dando um novo enfoque, transferem a análise centrada no exterior para o interior da empresa, privilegiando os seus recursos e capacidades específicas (não suscetíveis de serem reproduzidos em idênticas condições por outras). Os fatores externos podem explicar diferenças de

desempenho entre empresas situadas em contextos diversos, mas têm dificuldade em as justificar num mesmo país e num mesmo sector de atividade.

A generalização da abordagem suportada nos recursos permite passar de um modelo externo, centrado na direção estratégica, onde a estrutura de concorrência e a posição relativa da empresa determinam o seu desempenho, para um outro, interno, onde a estrutura de recursos empresariais constitui a origem das diferenças obtidas (Schendel, 1997). Desta forma, os fatores estratégicos internos assumem importância acrescida face aos externos, como elementos determinantes das vantagens competitivas (Seth e Tomas, 1994). De facto, os trabalhos empíricos (Cubbin e Geroski, 1987, Hansen e Wernerfelt, 1989, Montgomery e Wernerfelt, 1991, Powel, 1996) dedicados à análise do desempenho empresarial atribuem uma importância maior ao efeito empresa quando comparado com o efeito indústria, constituindo um importante contributo à teoria dos Recursos e Capacidades. As diferenças nos resultados empresariais (intrasectoriais e intersectoriais) têm origem nas capacidades e nos recursos de cada organização. Deste modo, os objetivos devem ser estabelecidos de acordo com os recursos internos disponíveis e com os mecanismos de proteção que impeçam a sua reprodução por parte dos concorrentes (Grant, 1991).

Um vasto conjunto de trabalhos (Cubbin e Geroki, 1987, Jacobson, 1988, Hansen e Wernelfelt, 1989, Rumelt, 1991) mostra resultados divergentes entre empresas de um mesmo sector industrial realçando a importância atribuída aos aspetos estritamente empresariais. O desempenho da empresa deixa de ser determinado, de forma inequívoca, pelas características do território em que atua ou sector a que pertence, pelo que, em mercados cada vez mais abertos e competitivos, os resultados dependem cada vez mais dos seus recursos e capacidades. Como refere Powell (1996) o resultado de diversos estudos indica que o efeito indústria explica apenas 20% do desempenho empresarial, continuando por justificar os restantes 80%. Como mostra a Tabela 2.1, a maioria dos trabalhos são unânimes em realçar a importância do efeito empresa.

Neste sentido a teoria dos recursos e capacidades faz apelo aos aspetos internos da empresa como elementos determinantes do desempenho. A sua premissa prende-se com a heterogeneidade existente entre as empresas quanto aos recursos que controlam, sendo esta a justificação para os diferentes resultados obtidos (Lippman e Rumelt, 1982, Barney, 1991). Esta abordagem considera os recursos como conceito central, sendo o

desempenho da empresa condicionado fundamentalmente pela natureza e quantidade dos recursos/capacidades de que dispõe (Wernerfelt, 1984).

O conceito de recurso assume diferentes significados de acordo com os seus autores, sendo consensual a ideia de o associar a um fator ou elemento que a empresa pode utilizar para obter bens ou serviços. De igual modo, pode ser classificado de forma distinta: a título de exemplo, Barney (1991) refere recursos físicos, humanos e organizacionais e Grant (1991) menciona os recursos financeiros, físicos, humanos, tecnológicos e organizacionais.

Tabela 2.1: Importância relativa dos diferentes efeitos.

<i>Autor</i>	<i>Amostra</i>	<i>Efeitos estudados</i>	<i>Efeito dominante</i>	<i>Ano</i>
Schmalense (1985)	Grupos empresariais	Indústria Empresa Quota de mercado	Indústria	1975
Cubbin e Geroski (1987)	Grupos empresariais	Indústria Empresa	Empresa	1951-77
Kessides (1990)	Grandes empresas	Indústria Empresa Quota de mercado	Indústria Empresa	1974-76
Claver et al., (2002)	Empresas industriais	Indústria Empresa Ano	Empresa (*)	1994-98
McGahan e Porter (2002)	Grandes grupos económicos	Indústria Empresa Ano	Empresa	1981-94
Ariywardana (2003)	Empresas produtoras de chá	Empresa Indústria Grupos Estratégicos	Empresa	1999
Hawawini et al., (2003)	Grandes empresas	Indústria Empresa Ano	Empresa	1987-96
Makino et al., (2004)	Grandes empresas	Indústria Empresa País Ano	Empresa	1996-01
McNamara e Vaaler (2005)	Grandes empresas	Indústria Empresa Ano	Empresa	1987-96
Short et al., (2007)	Grandes empresas	Indústria Empresa Ano	Empresa	1991-95

(\*) A importância relativa dos efeitos altera-se em função do tamanho da empresa.

No entanto, a simples posse de recursos não garante, por si só, a obtenção de bons resultados, pelo que surge um novo conceito: capacidade. De acordo com Amit e Schoemaker (1993) a capacidade é a faculdade da empresa utilizar os recursos de forma estruturada ao longo do processo organizativo, já para Grant (1999) é a aptidão de com um conjunto de recursos realizar uma tarefa, constituindo este, a fonte das capacidades e, por sua vez, estas, a origem do seu desempenho.

### 2.3. FATORES EXPLICATIVOS DO DESEMPENHO

Numerosos autores são unânimes em realçar os fatores de carácter interno que condicionam o desempenho da empresa, destacando: o governo da empresa, as relações bancárias, os recursos humanos, o marketing, a qualidade, a inovação, os recursos tecnológicos, os valores culturais e os sistemas de informação.

Tendo por referência a teoria da agência, múltiplos trabalhos têm-se debruçado sobre o desempenho empresarial. Uma das linhas de investigação que mais relevância tem adquirido nos últimos anos reporta-se ao governo da empresa, entendido por Shleifer e Vishny (1997) como um conjunto de mecanismos através dos quais os investidores (proprietários e credores) se protegem da expropriação levada a cabo pelos “*insiders*”, minimizando os custos de agência. Daí que a forma como se estabelece o controlo empresarial seja determinante para o seu modo de financiamento, tendo-se por bom governo aquele que garante o financiamento necessário a um custo adequado à competitividade da empresa (Salas, 2002).

A atenção despertada pelo governo da empresa justifica-se enquanto determinante do desempenho, sendo a rendibilidade a face mais visível. Esta é condicionada pelo governo através de um conjunto de mecanismos traduzidos na proteção dos direitos dos proprietários, na prevalência de grandes proprietários na estrutura da propriedade, na identidade dos mesmos (famílias, bancos e instituições), na participação dos gestores (administradores) no capital da empresa e na independência e composição do conselho de administração (Bhagat e Black, 2002, Hermalin e Weisbach, 2003, Omran et al., 2008, Bhagat e Bolton, 2008). Entre estas manifestações a literatura tem dado particular

relevo à relação estabelecida entre a estrutura de propriedade (concentração e propriedade interna) e o desempenho (Hermalin e Weisbach, 2003, Nelson, 2005).

O estudo dos diversos sistemas de governo da empresa (anglo-saxónico e continental) tem adquirido nos últimos anos uma importância crescente no âmbito das finanças empresariais. Se nos países anglo-saxónicos prevalece a propriedade dispersa e o domínio do mercado de valores, em contrapartida, em países como o Japão e a Alemanha, a propriedade é mais concentrada e mais estável, desempenhando o sistema bancário um papel central, o que leva autores como Ashbaugh-Skaife et al., (2006) a investigar as relações entre o governo da empresa e o financiamento bancário.

O recurso ao financiamento bancário e/ou a participação do banco no capital da empresa aliado às características do mercado de capitais, atribuem importância acrescida às relações entre empresa e instituição de crédito, constituindo-se num fator adicional a ter em conta no desempenho. A revisão da literatura sobre intermediação bancária identifica um conjunto de elementos suscetíveis de condicionar o desempenho, destacando: a duração (Rajan, 1992, Eber, 2001), a concentração (Degryse e Ongema, 2001, Ongema e Smith, 2001) e a amplitude (Rajan, 1992, Berlin e Mester, 1999).

Os recursos humanos constituem outro conjunto de fatores que condicionam o resultado empresarial (Huck e McEwen, 1991, Yusuf, 1995, Luck, 1996, Warren e Hutchinson, 2000). Os conhecimentos, aptidões e atitudes dos trabalhadores e a forma como estes executam as suas tarefas são, cada vez mais, fatores determinantes do êxito da empresa. O desempenho da empresa deve ser suportado em políticas de gestão de recursos humanos, atraindo as pessoas mais competentes, motivando-as através de um sistema retributivo apropriado e de uma adequada gestão de planos de formação.

Outra característica que condiciona o desempenho é a capacidade de marketing (Huck e McEwen, 1991, Luck, 1996, Warren e Hutchinson, 2000). Uma empresa com bom desempenho distingue-se das suas concorrentes pela manifesta orientação para o mercado centrada no cliente e por uma política de qualidade de produtos e serviços (Luck, 1996, Powell, 1996).

A inovação emerge também como determinante do desempenho, sendo necessário estabelecer mecanismos que a fomentem ao nível do produto, do processo produtivo e dos sistemas de gestão (Tena et al., 2001). Associados estão também os recursos tecnológicos e os investimentos em tecnologia de produção (Puig, 1996). Outros

trabalhos referem ainda os valores culturais partilhados pelos indivíduos de uma mesma organização e os sistemas de informação (Warren e Hutchinson, 2000).

#### **2.4. MEDIDAS DE DESEMPENHO**

O desempenho empresarial como fenómeno multifacetado é difícil de compreender e de medir, dependendo do critério utilizado, da perspetiva adotada e do horizonte temporal considerado (Snow e Hrebiniak, 1980). Existindo um vasto conjunto de indicadores que medem o desempenho empresarial, tem sido difícil reunir unanimidade em torno dos critérios valorimétricos, pois, a investigação realizada ainda não identificou um indicador válido e universal.

Os modelos de avaliação de desempenho devem dar resposta às preocupações básicas da empresa que se prendem com a propriedade e a responsabilidade da direção perante os diferentes grupos de interesses. A avaliação do desempenho encontra-se condicionada pelo modelo de gestão empresarial (anglo-saxónico, continental) aceite. O modelo anglo-saxónico adota tradicionalmente um enfoque clássico que atribui aos gestores (administradores) a tarefa básica de maximizar o valor da empresa para os seus proprietários. Esta perspetiva está caracterizada por uma forte diluição e institucionalização da propriedade (fundos de investimento, de pensões, etc.), uma elevada separação entre propriedade e controlo e por um funcionamento eficiente do mercado de controlo empresarial (empresários que adquirem ou vendem ações em função das expectativas criadas). Na Europa continental impôs-se um outro modelo, caracterizado pela participação cruzada entre empresas e pela aquisição pela banca de partes do capital, garantindo aos gestores (administradores) uma maior estabilidade para levar a cabo os seus planos de longo prazo.

A diferença entre estes modelos radica nos objetivos prosseguidos: nos países anglo-saxónicos a finalidade prioritária do gestor (administrador) é a maximização do valor da empresa para os detentores de capital; enquanto nos países europeus prevalece a necessidade de satisfazer todos os intervenientes da organização. Nestas circunstâncias a avaliação do desempenho efetua-se de acordo com perspetivas diferentes: a de mercado e a interna.



A avaliação de mercado privilegia a capitalização bolsista das empresas transacionadas no mercado de valores. No campo da avaliação bolsista destaca-se a adoção de modelos econométricos que procuram determinar o valor das ações da empresa em função da informação económico-financeira disponível no mercado. A investigação empírica nesta área foi desenvolvida sobretudo nos Estados Unidos a partir dos anos oitenta, orientada para relacionar o preço dos ativos financeiros com um conjunto de variáveis fundamentais, sintetizadas nos três modelos:

- a) CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) formulado por Sharpe (1964)
- b) APT (*Arbitrage Pricing Theory*) proposto por Ross em 1977 e desenvolvido posteriormente por outros autores com base no conceito de “arbitragem” introduzido por Miller e Modigliani (1961)
- c) As Hipóteses de Eficiência de Mercado

Os indicadores incluídos nestes modelos têm origem em valores de mercado e incorporam estimativas sobre o crescimento futuro da empresa a avaliar. Os principais indicadores adotados são: o *Price Earning Ratio* (PER), o *Market Value Added* (MVA) e o *Ratio q de Tobin*, dos quais se faz uma caracterização sumária.

O *Price Earning Ratio* (PER) relaciona a cotação das ações com o resultado líquido, podendo utilizar-se como uma alternativa ao valor dos dividendos. No que diz respeito ao seu significado económico várias interpretações são possíveis. Assim, por um lado, o PER de uma ação constitui um indicador que traduz o número de vezes que o preço da ação incorpora o resultado, neste sentido pode interpretar-se como uma medida de tempo de recuperação de um investimento através do resultado líquido, com a condição de este permanecer constante. Por outro lado, faz referência ao valor que o mercado atribui ao resultado gerado na empresa, sendo o PER um múltiplo destes. Neste sentido permite medir o desempenho e aferir o interesse do investidor pelo resultado da empresa, condicionada pelas expectativas do mercado relativamente ao crescimento, rentabilidade e risco da mesma.

O *Market Value Added* (MVA) interpreta num determinado momento a diferença entre o valor de mercado de todas as ações de uma empresa e o seu valor contabilístico, estando este último representado por todos os valores que são pertença dos proprietários, seja sob a forma da capital ou reservas. No que diz respeito ao significado económico, o

*MVA* de um período pretende medir a criação de valor para o detentor de capital num determinado período de tempo.

O *rácio  $q$  de Tobin* estabelece a relação entre o valor de mercado (soma do endividamento e do capitais próprios da empresa) e o custo atual de reposição dos seus ativos. Este rácio assemelha-se ao quociente entre o valor de mercado e o valor contabilístico subsistindo, no entanto, algumas diferenças importantes: o numerador de  $q$  inclui todos os títulos da dívida e do capital próprio da empresa e não apenas as suas ações ordinárias; o denominador inclui todos os ativos e não o valor líquido da empresa. De referir ainda que estes ativos não são valorados ao custo de aquisição, como consta da contabilidade da empresa, mas sim ao custo de reposição. Tobin argumenta que as empresas têm um incentivo para investir quando o  $q$  é superior a 1 (i.e., quando o equipamento vale mais do que o seu custo de reposição).

A utilização destes indicadores tem subjacente um mercado de capitais eficientes e a participação de um número significativo de empresas sujeitas a um conjunto de requisitos (de natureza jurídica e de dimensão).

As pequenas e médias empresas, em geral, não podem participar no mercado de valores, por não satisfazerem as condições mínimas de acessibilidade e se financiarem preferencialmente pela intermediação bancária. Assim sendo, torna-se particularmente difícil obter elementos que permitam efetuar a avaliação numa perspetiva de mercado, pelo que, um número significativo de autores recorre a indicadores elaborados a partir da informação interna recolhida na empresa. Os argumentos utilizados na defesa dos elementos contabilísticos na avaliação do desempenho são apresentados por autores como Pérez-Carballo (1998) para quem as condições internas e particulares de cada empresa ditam o valor de mercado. Os elementos contabilísticos partem de dados históricos, não necessitando de antever o comportamento futuro da empresa, condição necessária à obtenção de alguns de indicadores de mercado. Por outro lado, a rentabilidade é considerada como uma condição necessária, mas não suficiente, para a empresa manter a sua sobrevivência a médio/longo prazo.

Entre os indicadores obtidos a partir dos elementos internos da empresa assume particular relevância a rentabilidade: *Rentabilidade Operacional*, *Rentabilidade Financeira*, *Resultado Líquido por Acção* e *Economic Value Added (EVA)*.

A *Rendibilidade Operacional do Ativo* mede a rendibilidade operacional obtida pela estrutura económica da empresa. Este indicador calcula-se dividindo o resultado operacional pelo valor do ativo total, sendo considerado um dos indicadores mais importantes para a empresa aferir a criação de valor. Para o acionista há criação de valor sempre que a rendibilidade do capital excede o custo dos recursos. Como vantagem, este indicador faculta informação sobre a rendibilidade obtida por cada unidade de capital investida e permite controlar a diferença de dimensão que se verifica entre empresas. A rendibilidade operacional é um indicador de eficiência da gestão (administração) empresarial, expressa pela rendibilidade dos ativos, independentemente do seu financiamento. Na medida em que o estudo da rendibilidade (*lato sensu*) pode ser efetuado com o recurso a diferentes dimensões (operacional e financeira) é possível avaliar em que medida a rendibilidade da empresa é ditada pela atividade económica ou pela política de financiamento.

Demsetz e Villalonga (2001) referem que a rendibilidade operacional reflete melhor os efeitos da propriedade que os valores de mercado, na medida em que mede o desempenho global da empresa e reflete o retorno anual sobre o valor histórico dos investimentos realizados. Uma vantagem adicional deste indicador prende-se com o facto de não ser influenciado pela estrutura da dívida, pois não inclui o pagamento de custos financeiros.

Joh (2003) realça a vantagem da rendibilidade operacional sobre outros indicadores de desempenho, referindo nomeadamente o facto de o mercado de valores ser ineficiente (o preço das ações não reflete toda a informação disponível), de existirem evidências de que a rendibilidade contabilística está mais associada à sobrevivência da empresa do que o valor de mercado e, por último, permite avaliar o desempenho das empresas não transacionadas no mercado de valores.

A *Rendibilidade Financeira*, denominada também por rendibilidade dos capitais próprios, expressa-se no quociente entre o resultado líquido e os capitais próprios e avalia a rendibilidade obtida pelos capitais dos proprietários. A rendibilidade financeira é um indicador próximo dos detentores de capital que traduz o rendimento obtido com os recursos históricos afetos à empresa. Para além da rendibilidade operacional, reflete ainda o impacto da política de financiamento adotada pela empresa na rendibilidade dos capitais próprios. São de realçar as seguintes vantagens deste indicador: *i)* é fácil de calcular; *ii)* é utilizado para empresas cotadas e não cotadas e *iii)* identifica os objetivos

do gestor (administrador) e do proprietário. A rentabilidade financeira considera o custo do endividamento, orientando na mesma linha de decisão tanto o proprietário como o gestor (administrador) (ambos estão interessados na realização de projetos com uma rentabilidade superior ao custo de oportunidade do capital exigido pelos proprietários. Contudo, sendo um indicador obtido a partir de elementos contabilísticos, deverá avaliar-se o seu rigor (imparcial, objetivo, verificável) na medida em que: *i*) pode ser manipulado em proveito de grupos de interesses no seio da empresa (como por exemplo pelos gestores (administradores) quando a sua remuneração lhe está indexada) e *ii*) não tem em conta o risco da empresa (uma empresa muito endividada face a outra com elevada autonomia financeira, pertencente a um mesmo sector, podem apresentar a mesma rentabilidade, sendo distinto o risco suportado).

O *Resultado Líquido por Ação* é um indicador financeiro, definido pelo quociente entre o resultado líquido e o número de ações da empresa, geralmente utilizado pelos investidores. É utilizado como um sinal enviado para o exterior, dando conta da imagem da empresa. Contudo, esta variável encerra algumas debilidades: *i*) facilmente manipulada; *ii*) construída com base em elementos históricos não dando informações sobre as expectativas futuras da empresa; *iii*) não tem em conta o risco suportado (a necessidade de incrementar o resultado pode levar os gestores (administradores) a empreender projetos de elevado risco) e *iv*) necessita de um termo de comparação – por exemplo o custo de capital suportado (duas empresas podem ter a mesma rentabilidade, incorrendo custos de capital muito diferentes).

O *Economic Value Added* (EVA) calcula-se multiplicando o valor do capital investido pela diferença entre a rentabilidade deste e o custo do mesmo. Assim, o *EVA* é uma medida do lucro excedentário (*residual income, excess earning*) após conveniente remuneração do capital total investido às taxas de rentabilidade exigidas pelos credores e detentores de capital. Um valor positivo traduz, para os defensores do *EVA*, que a rentabilidade obtida pela empresa num determinado período é superior ao custo dos recursos totais utilizados no mesmo período. A aplicação prática deste indicador apresenta, entre outras, a dificuldade em calcular o custo dos recursos utilizados.

O desempenho pode ser também aferido a partir da *eficiência económica* (o valor de vendas, resultado de exploração, resultado líquido e valor acrescentado por empregado), da *produção* (crescimento real de vendas) e do investimento (variação do ativo fixo, rotação de vendas).

Paralelamente tem vindo a ganhar importância a investigação que procura estudar a relevância dos elementos contabilísticos na formação dos preços no mercado de valores. Beaver (2002) refere que estes trabalhos são a maior linha de investigação empírica nos últimos dez anos. Esta associa o preço dos títulos, variável dependente, a um conjunto de elementos contabilísticos, variável independente.

Desde o início deste novo século vários artigos (Verrecchia, 2001, Kothari, 2001 e Beaver, 2002, entre outros) recolhem os muitos trabalhos que foram publicados sobre a importância dos dados contabilísticos na formação dos preços de mercado, concluindo, a maioria deles, que os dados contabilísticos têm perdido relevância na formação do preço dos títulos no mercado de capitais. A explicação para esta perda de importância continua a alimentar a atenção dos investigadores que encontram na assimetria de informação e no conservadorismo dos sistemas contabilísticos as principais razões para tal facto.

A Tabela 2.2 procura sintetizar alguns dos trabalhos realizados sobre desempenho empresarial, as principais medidas<sup>1</sup> utilizadas e os resultados obtidos.

---

<sup>1</sup> Para maior desenvolvimento veja-se o Anexo 1. Apresenta um conjunto de indicadores alternativos para medir o desempenho, bem como alguns dos estudos que os utilizaram.

Tabela 2.2: Medidas de desempenho.

<i>Autor</i>	<i>Medida de Desempenho</i>	<i>Modelo utilizado</i>	<i>Resultados</i>
Demsetz e Villalonga (2001)	Q de Tobin Rendibilidade Operacional, Financeira	Regressão	Relação positiva entre a propriedade interna e desempenho
Angelucci et al., (2002)	Produtividade dos fatores	Regressão	As relações bancárias não condicionam de forma significativa o desempenho
Holderness (2003)	Q de Tobin	Regressão linear	Não é evidente a influência de participações maioritárias de capital no desempenho
Welch (2003)	Q de Tobin	Regressão Sistema Equações Simultâneas	A estrutura de propriedade não condiciona o desempenho
Blasco e Moya (2005)	Rendibilidade Operacional Rotação do Ativo	Regressão	A estrutura financeira condiciona o desempenho
Bolbol et al., (2004)	Q de Tobin, ROA, ROE	Sistema Equações Simultâneas	Relação positiva entre concentração de propriedade e desempenho
Boubakri et al., (2005b)	Rendibilidade Operacional e Financeira	Regressão	A propriedade não tem papel significativo no desempenho
Uchida (2006)	Q de Tobin	Regressão	Relação negativa entre endividamento e desempenho
Bhagat e Bolton (2008)	Rendibilidade Operacional	Regressão linear	Relação positiva entre propriedade interna e desempenho

## 2.5. RESUMO E CONCLUSÃO

A revisão da literatura permitiu identificar um conjunto de fatores de caráter interno que condicionam o desempenho empresarial, destacando: as relações bancárias, o governo da empresa, os recursos humanos, o marketing, a qualidade, a inovação, os recursos

tecnológicos, os valores culturais e os sistemas de informação, tendo-nos centrado apenas nos dois primeiros.

Do vasto conjunto de indicadores para aferir o desempenho, foi possível agregá-los em indicadores de mercado e em indicadores obtidos a partir de elementos internos da empresa.





## **CAPÍTULO 3**

### **RELAÇÕES BANCÁRIAS E DESEMPENHO**



### 3.1. INTRODUÇÃO

A questão do relacionamento bancário constitui um tema complexo mas incontornável quando se pretende analisar o desempenho financeiro das PME's, na medida em que este influencia as condições do seu financiamento.

O relacionamento bancário está geralmente associado à relação informacional que se estabelece entre o banco e o seu cliente (com destaque para o cliente de crédito) influenciando as condições contratuais propostas para os vários produtos e serviços bancários adquiridos ou a adquirir pelos clientes. O elemento caracterizador da relação bancária reside na troca de informação privilegiada que decorre de interações múltiplas e contínuas entre o banco e o seu cliente, sendo a sua solidez avaliada a partir de duas dimensões: a *duração* da relação e a *extensão* de serviços adquiridos.

A relação bancária propicia benefícios para os intervenientes do processo na medida em que facilita o intercâmbio de informação, uma maior flexibilidade negocial, aumenta a disponibilidade de crédito e a prestação de serviços que melhor satisfaçam as necessidades da empresa. Contudo, o relacionamento bancário tem também associadas desvantagens, nomeadamente quando os benefícios da relação não são repartidos equitativamente pelos seus intervenientes. Aquelas decorrem da apropriação de benefícios quer por parte da empresa (o banco é incentivado a conceder mais crédito do que o verdadeiro risco da empresa comporta – “*soft budgeting problem*”), quer por parte do banco (o aproveitamento do poder de monopólio informacional por parte do banco permite-lhe impor preços relativamente mais elevados e, em alternativa, se a empresa decide recorrer a outro banco, possuindo este menos informação, fará recair nesta o pagamento de um prémio adicional, desincentivando-a à mudança – “*hold up problem*”).

Num contexto de assimetria de informação e de ausência de um vínculo entre a empresa e a instituição de crédito, esta prefere investimentos de curta duração procurando

minimizar o risco da operação. Esta miopia ou ineficiência *a priori* na afetação de recursos pode solucionar-se quando a negociação entre a empresa e o banco decorre no seio de uma relação, melhorando a flexibilidade negocial, a tomada de decisões e o rendimento esperado do intermediário financeiro.

A ineficiência *a priori*, resultado da assimetria de informação entre o credor e a empresa, pode originar ineficiência *a posteriori*, traduzida na dificuldade sentida pela instituição de crédito em efetuar uma correta avaliação dos investimentos a financiar. De acordo com Rajan (1992) o intermediário financeiro deverá supervisionar a atividade da empresa e obter informação privada, dotando-o dos elementos necessários para poder decidir sobre as alternativas de investimento e a utilização racional dos fundos.

Se o estabelecimento de relações bancárias reduz a ineficiência *a posteriori* e permite diferenciar a qualidade da empresa, a renovação reiterada dos créditos confere-lhe reputação. Esta permite o acesso a condições de crédito que se podem traduzir em perdas para o banco no curto prazo, mas que incluem a expectativa de benefícios substanciais no futuro (Vigneron, 2001). Desta forma, a reputação constitui para as PME's um ativo intangível estratégico, para o qual o relacionamento bancário muito contribui (Lummer e McConnel, 1989).

Para obter recursos alheios, a empresa necessita de fornecer informação à instituição de crédito, necessária a uma correta avaliação dos seus investimentos. Esta informação é, em muitas circunstâncias, de carácter estratégico e a sua divulgação pode condicionar a capacidade concorrencial da empresa, levando Yosha (1995) a afirmar que as empresas com informação relevante preferem estabelecer relações bilaterais, preservando a confidencialidade.

A relação bancária extravasa, por vezes, a simples transação estendendo-se à prestação de outros serviços, pelo que Boot (2000) sustenta que o termo mais adequado seria “relação de intermediação”. A nossa atenção centra-se, no entanto, na relação de crédito que realça o facto de o banco investir na obtenção de informação específica, imprescindível à concessão de crédito (Freixas, 2005). A relação bancária caracteriza-se por uma estreita vigilância, uma renegociação permanente, acordos contratuais implícitos de longo prazo e recolha de “*soft information*” ao longo do tempo. Pelo contrário, as transações bancárias estão geralmente associadas com informação facilmente observável sobre a empresa - “*hard information*”, como por exemplo, rácios

financeiros elaborados no momento de concessão de crédito. Jayaratne e Wolken (1999) e Berger e Udell (2002) chamam à atenção para as vantagens competitivas de algumas instituições de crédito (como os bancos de pequena dimensão) em processar “*soft information*” que adquirem na relação que estabelecem com as empresas.

Os fundamentos teóricos do relacionamento bancário têm os seus alicerces na moderna literatura de intermediação financeira que reconhece um papel importante aos bancos na redução das assimetrias de informação no mercado de crédito. Os trabalhos de Diamond (1984, 1989, 1991), Ramakrishnam e Thakor (1984), Fama (1985), Boyd e Prescott (1986) e Hellwig (1989) realçam o papel das instituições bancárias na seleção e tratamento da informação. A principal vantagem atribuída ao financiamento bancário, quando comparado com outras fontes de financiamento, reside no facto de este permitir superar alguns problemas de assimetria de informação (recolha, processamento e análise de informação) constituindo um forte incentivo à celebração de novos contratos.

As economias de escala obtidas pela relação bancária na produção de informação, aliada ao facto de esta não ser facilmente transmissível, confere ao banco detentor da informação o poder de intervir na gestão (administração) da empresa, assegurar uma maior disponibilidade de fundos, oferecer uma taxa de juro mais favorável e ser menos exigente nas garantias e/ou cláusulas restritivas (Petersen e Rajan, 1994). Estes aspetos são particularmente valorizados por empresas de menor dimensão, jovens e opacas (com maior dificuldade em demonstrar a sua verdadeira qualidade aos investidores externos) que dependem quase exclusivamente do crédito bancário para se financiarem.

No entanto, o relacionamento bancário é propício à obtenção de rendas de monopólio, constituindo um forte incentivo para os intermediários financeiros concorrerem entre si, com o desígnio de atrair novos clientes e estabelecer novas relações. Para Sharpe (1990), esta concorrência força as entidades de crédito a reduzir as taxas de juro praticadas durante os primeiros anos da relação e a concederem recursos com base em informação escassa (nomeadamente quanto à qualidade da empresa). A ineficiente afetação de recursos que daí pode resultar origina perdas para os bancos sendo estes “forçados” a praticar taxas de juro mais elevadas junto dos clientes com os quais mantêm relações mais estáveis (D’Auria et al., 1999).

As restrições financeiras a que a empresa possa estar sujeita originam, em muitas circunstâncias, um problema de “*adverse selection*”<sup>2</sup> na procura de novos recursos, na medida em que os bancos exteriores à relação desconhecem o verdadeiro risco e consideram este demasiado elevado, recusando o seu financiamento. O racionamento de crédito pode também ocorrer quando o banco da relação exerce um controlo excessivo sobre a empresa, recusando-se a renovar o crédito e a empresa encontra dificuldades acrescidas fora da relação (Rajan 1992).

Para além desta introdução, este capítulo pretende sistematizar o estado atual da investigação no que concerne ao estudo das relações bancárias. Num primeiro momento caracteriza-se o relacionamento bancário a que se segue a análise das dimensões sob as quais se avalia a intensidade da relação, bem como dos seus fatores determinantes. Na linha desta abordagem, o nosso estudo volta-se para os efeitos da assimetria de informação, para os benefícios e custos do relacionamento bancário e do efeito da concorrência bancária. Damos relevo ainda ao papel da identidade e dimensão do intermediário financeiro, às relações bancárias e às condições de financiamento, analisámos o efeito das relações bancárias no desempenho e, por fim, o resumo e conclusão.

### **3.2. CARACTERIZAÇÃO DO RELACIONAMENTO BANCÁRIO**

A capacidade detida pelo banco da relação, em reduzir as assimetrias de informação, confere-lhe particularidades únicas face às restantes instituições de crédito (Diamond, 1984, Ramakrishnam e Thakor, 1984 e Fama 1985). A partir da década de 90, assiste-se a um forte desenvolvimento desta temática, sendo de referir os trabalhos de Ongema (1999), Boot (2000), Ongema e Smith (2000), Degryse e Ongema (2001), Eber (2001), Elyasiani e Goldberg (2004), Pezzeti (2004), Elsas (2005) e Freixas (2005).

---

<sup>2</sup> O problema de “*adverse selection*” é uma questão colocada *a priori*, no momento de avaliar a solvabilidade e a capacidade de reembolso da empresa que recorre ao crédito, o que supõe uma considerável recolha de informação, processamento e análise. Dado que ao mercado concorrem projetos de diferente qualidade, é muitas vezes difícil a quem concede crédito distinguir os projetos rentáveis dos não rentáveis. Veja-se a secção 3.5 para maior desenvolvimento.

Boot (2000, p. 10) define o relacionamento bancário como “o fornecimento de serviços bancários/financeiros prestados ao cliente (empresa) por um banco (intermediário financeiro) que investe na recolha de informação específica (informação privada) para avaliar a sua rendibilidade, tomando em consideração as múltiplas interações que mantêm com este ao longo do tempo”.

Para Ongema e Smith (2000) o relacionamento bancário extravasa a simples execução de meras transações financeiras e anónimas. A relação concede benefícios que se traduzem na transferência de informação privada, num compromisso negocial contínuo, mesmo em situações financeiramente difíceis, e/ou na oferta de produtos/serviços a preços diferenciados.

O relacionamento bancário é entendido por Degryse e Ongema (2001) como uma interação próxima e contínua entre a empresa e o banco que permite à instituição financiadora reduzir a assimetria de informação subjacente à relação de financiamento.

Pezzeti (2004) considera o relacionamento bancário como um processo personalizado de longo prazo que envolve a transferência de informação privada do cliente, da qual resultam benefícios para ambas as partes, potencialmente assimétricos dado que a qualidade do relacionamento e a sua eficácia tendem a manter-se do lado do banco credor.

Mais recentemente Elsas (2005, p.34) define a relação bancária como “um compromisso implícito de longo prazo entre o banco e o seu cliente”.

Degryse e Ongema (2007) afirmam que os bancos, como principais credores, reduzem a assimetria de informação, sinalizam a qualidade da empresa ao mercado e aumentam a disponibilidade de crédito. Paralelamente exercem um papel disciplinador junto dos gestores (administradores) impedindo-os de executar projetos sem viabilidade.

A troca de informação, em muitas circunstâncias, regista um elevado grau de privacidade (Groessl e Levratto, 2004). Para os autores, a troca de informação só se torna possível na medida em o grau de confiança na relação bancária seja elevado. A confiança, por sua vez, estabelece-se num processo de aprendizagem marcado por experiências positivas vividas pelos intervenientes no contrato de crédito, permitindo reduzir o clima de incerteza em torno da relação.

O desenvolvimento da relação reduz as assimetrias de informação, alicerçada na reciprocidade e no enriquecimento, passando de meramente empresarial a contemplar

também as ligações pessoais. Deste modo as partes envolvidas iniciam a relação estabelecendo pequenos acordos e, à medida que esta se estabelece e desenvolve, efetuam avaliações periódicas dos riscos envolvidos e desencadeiam as ações corretivas necessárias (Groessl e Levratto, 2004).

O relacionamento bancário que disponibiliza vários produtos e serviços financeiros dá ao banco credor a capacidade de produzir e acumular informação sobre o cliente (capacidade de cumprir o serviço da dívida, qualidade dos projetos de investimento, etc.). O banco utiliza esta informação nas suas decisões de crédito contribuindo para que o relacionamento se traduza num benefício para ambos, sendo exemplo disso o trabalho de Uzzi (1999) para quem os laços particulares que se estabelecem contribuem para maximizar o bem-estar comum.

Estas abordagens referem, de forma especial, a interação que se estabelece entre a instituição financeira e a empresa contribuindo significativamente para aquela adquirir informação privada. A questão chave prende-se com o facto de o banco produzir e recolher informação sobre a empresa que extravasa a informação disponível.

### 3.3. A INTENSIDADE DA RELAÇÃO

A intensidade da relação que se estabelece entre o banco e a empresa não se pode observar diretamente, pelo que os estudos realizados em torno desta problemática preconizam um conjunto de *proxies* para aferir a força dessa relação. A revisão da literatura refere que a solidez do relacionamento bancário se caracteriza por três dimensões: *duração*, *amplitude* e *número de relações bancárias*<sup>3</sup>.

A *duração* da relação é a medida mais utilizada, estabelecida pelo tempo que decorre desde o seu início. A importância desta grandeza prende-se com o facto de refletir informação privada acumulada durante vários períodos de tempo pelo credor e que dificilmente é transferida para fora da relação. Mesmo tratando-se de uma medida muito intuitiva, não está isenta de reservas quanto à sua utilização, sendo questionada a sua adequação para medir a força da relação. Alguns estudos sustentam que a duração da

---

<sup>3</sup> No Anexo 2 apresentam-se alguns dos estudos que utilizaram estes indicadores.



relação bancária está intimamente relacionada com a idade da empresa (Berger e Udell 1995, Cole, 1998), pese o facto de estes conceitos nem sempre serem coincidentes. A duração da relação reflete a informação privada obtida pelo banco e a idade reflete a informação pública sobre a reputação e a sobrevivência da empresa.

De acordo com Ongena e Smith (2001), à medida que a relação se estabelece, a instituição de crédito pode observar, aprender e utilizar informação privada sobre os seus clientes, sendo esta determinante na celebração de novos contratos. Na perspectiva da empresa financiada, constitui um indicador de que os compromissos assumidos são respeitados.

A *duração* da relação é também sinónima do cumprimento do serviço da dívida por parte da empresa, da viabilidade do projeto e da solvência do seu promotor, constituindo uma “medida de confiança” dado traduzir a história da relação entre o banco e a empresa. Esta *duração* permitirá ao banco financiador melhorar as condições de crédito em função da diminuição do nível de risco e observar a interação da empresa com os restantes agentes económicos (clientes, fornecedores, colaboradores, etc.), disponibilizando informação acrescida relativamente à capacidade de esta satisfazer os compromissos assumidos (Petersen e Rajan, 1994). Realçam ainda que, para além da duração da relação, a idade da empresa constitui um papel preponderante na determinação do custo do empréstimo e do montante do crédito concedido<sup>4</sup>.

A segunda dimensão para aferir a força da relação bancária é a *amplitude*. Ongena e Smith (2001, p. 452) definem-na pela quantidade de serviços que o banco oferece e a empresa utiliza. A relação bancária não se restringe apenas à concessão de crédito, contemplando outros serviços como sejam depósitos, cartões de crédito, pagamento de contas domiciliadas, etc.

A interação do cliente com vários produtos financeiros faculta ao banco maior rigor e eficiência na informação obtida. A cedência, por parte do banco, de vários produtos/serviços financeiros permite introduzir uma maior flexibilidade contratual, fixar políticas de preços em função dos diferentes serviços e apreender mais sobre a capacidade de reembolso da empresa.

---

<sup>4</sup> Refira-se que na generalidade dos trabalhos empíricos (Berger e Udell, 1992; Ongena e Smith, 2001, entre outros) que analisam a estrutura de financiamento das PME's, a idade é uma *proxy* muito utilizada para avaliar a reputação da empresa.

O principal problema desta dimensão prende-se com a recolha de informação: os elementos disponíveis não permitem avaliar na íntegra os serviços prestados/adquiridos, circunscrevendo-se muitas vezes aos empréstimos. Esta *proxy* é também alvo de críticas na medida em que uma relação bancária pode ser muito forte independentemente da prestação de outros serviços financeiros.

Outra variável muito utilizada é o *número de relações bancárias* simultâneas que a empresa estabelece. Garantir a exclusividade da relação bancária conduz a uma situação de monopólio informacional (Sharpe, 1990, Rajan, 1992) que promove e desenvolve laços estritos ente o banco e a empresa. Os trabalhos realizados neste âmbito identificaram um conjunto de fatores que condicionam o número de relações bancárias de que se dá conta na secção seguinte.

### 3.4. OS FATORES DETERMINANTES DO NÚMERO DE RELAÇÕES BANCÁRIAS

As relações bancárias podem ser classificadas, quanto ao número de intervenientes, em bilaterais (empresa e um banco) e multilaterais (empresa e vários bancos). Para Diamond (1984), as relações bilaterais concedem maior incentivo ao banco credor para supervisionar a atividade da empresa, reduzem o problema de “*free-riding*”<sup>5</sup> e permitem eliminar a duplicação dos esforços de vigilância e controlo. No entanto esta relação confere ao banco um monopólio informacional que pode ser utilizado em benefício próprio, condicionando as decisões de investimento da empresa.

As empresas quando antecipam problemas de “*hold-up*”<sup>6</sup> originados por este tipo de relação são incentivadas, em alternativa, a estabelecer ligações multilaterais. Daí que Sharpe (1990) e Rajan (1992) defendem que a concorrência de um segundo banco informado permite eliminar os custos de “*hold-up*”. No mesmo sentido Dewatripont e

---

<sup>5</sup> O problema do *free-rider* é originado pela presença de mais de um intermediário financeiro nas situações em que a empresa se encontra em dificuldades financeiras. Neste caso, a entidade que concede crédito adicional suporta todo o risco que decorra de uma situação de insolvência, mas possivelmente usufruirá apenas uma parte do proveito em caso de êxito, pelo que nenhuma entidade se arrisca a conceder crédito. Outra interpretação ao problema do *free-rider* é a exposta por Foglia et al. (1998), segundo os quais, a presença de vários bancos desincentiva o trabalho de supervisão, uma vez que o respetivo custo recai em apenas um deles, sendo o benefício repartido por todos.

<sup>6</sup> A relação bancária bilateral permite ao banco criar um monopólio informacional gerando custos de mudança para a empresa. Veja-se a secção 3.6.2 para maior desenvolvimento.

Maskin (1995) preconizam que as relações bancárias múltiplas são uma solução para os constrangimentos que decorrem da relação se estabelecer com um único credor. Este problema pode ser minimizado, segundo Von Thadden (1995), pela contratação de uma dívida a longo prazo. A concessão de crédito de longo prazo obriga o banco a estabelecer *a priori* os termos contratuais, limitando o seu poder negocial, sem que haja necessidade de a empresa estabelecer relações multilaterais. O autor defende que uma empresa informada não tem necessidade de estabelecer relações bancárias múltiplas, apenas negociar as condições que lhe são mais favoráveis. Bolton e Scharfstein (1996) afirmam que o incremento do número de credores dificulta a renegociação da dívida, mas a perda de eficiência *a posteriori* pode ser benéfica *a priori*, na medida em que constitui uma limitação à adoção de estratégias *standards* por parte dos bancos. Este facto leva os autores a afirmar que as melhores empresas devem estabelecer, como situação ideal, a relações com dois bancos.

Outros estudos, contrapondo os argumentos expostos, defendem um aumento dessas relações. Neste sentido, Thakor (1996) advoga que as empresas devem estabelecer relações multilaterais na medida em que dessa forma reduzem os problemas associados ao racionamento de crédito. O incremento do número de bancos que interagem com as empresas aumenta *a priori* as dificuldades destas no acesso ao crédito na medida em que as entidades bancárias não estão dispostas a investir recursos na análise dos riscos que a operação comporta; no entanto, as relações multilaterais permitem diminuir *a posteriori* esses constrangimentos. Na mesma linha, Detragiache et al., (2000) desenvolvem um modelo onde as empresas devem estabelecer relações bancárias múltiplas, na ausência de um banco bem informado, constituindo uma boa solução para empresas com problemas de liquidez.

O trabalho de Farinha e Santos (2002) debruça-se sobre os fatores que determinam o aumento das relações bancárias para as empresas portuguesas e identificam os motivos que as levam a substituir a relação bilateral por relações multilaterais, referindo: *i*) as empresas de elevados rendimentos aumentam o número de relações bancárias para minimizar os custos de “*hold-up*” e *ii*) as empresas em dificuldades financeiras aumentam o número de relações bancárias como forma de ultrapassar as restrições de crédito impostas pelo banco da relação.

Carletti (2004) e Carletti et al., (2007) analisam as razões que levam os bancos a acompanhar a atividade das empresas recorrendo a um modelo que consagra um

problema de *moral hazard*<sup>7</sup> (a dimensão limitada dos bancos - que cria problemas na captação de recursos – e, a insuficiência dos mesmos para fazer face às necessidades de investimento das empresas). Argumentam os autores que o financiamento através de vários bancos constitui uma boa solução, nomeadamente se estes têm limitações de concessão de crédito. A presença de vários credores permite diversificar os seus investimentos, financiar um maior número de projetos (de menor dimensão), aumentar a supervisão global e valorizar as relações.

Guiso e Minetti (2004) apresentam um estudo no qual as empresas distribuem a informação diferenciada pelos diversos credores, divulgando um maior volume de informação junto do banco de proximidade (relação) e um menor volume junto dos restantes (transação). Existe um *trade-off* entre facultar toda a informação apenas a um banco, que pode originar ineficiências na realização de um projeto (quando sujeito a constrangimentos orçamentais) e a divulgação diferenciada de informação pelos vários credores que pode conduzir à rejeição antecipada do mesmo.

Elsas et al., (2004) analisam a estrutura ótima do endividamento num modelo no qual os credores estimam o risco proveniente da ausência de coordenação em situação de relações bancárias múltiplas e mostram que para uma empresa com vários credores, a solução ótima consiste em pedir montantes diferenciados a cada um deles. Deve financiar-se preferencialmente através do banco junto do qual detém maior poder negocial, financiando-se em montantes mais reduzidos junto dos restantes.

Os modelos de Bhattacharya e Chiesa (1995), Yosha (1995) e Von e Ruckes (2004) têm em conta os custos associados à fuga de informação privilegiada (confidencial). O modelo de Bhattacharya e Chiesa (1995) analisa o financiamento de investimentos em I&D tendo em conta o tipo de relação (bilateral versus multilateral). No modelo de Yosha (1995) estuda-se a relação entre o financiamento bilateral e multilateral: no financiamento multilateral as empresas suportam custos exógenos com a divulgação de informação por um grande número de credores; os financiamentos bilaterais originam custos endógenos pelo facto de as empresas concorrentes admitirem que a adoção de financiamento bilateral é sinónimo de a empresa possuir informação sensível e, por conseguinte, reagir com maior agressividade no mercado dos produtos. Estas premissas

---

<sup>7</sup> O problema “*moral hazard*” coloca-se *a posteriori*, ao contrário do “*adverse selection*” que se colocada *a priori*. Veja-se a secção 3.5 para maior desenvolvimento.

permitem ao autor afirmar que em equilíbrio, as melhores empresas preferem as relações bilaterais. Von e Ruckes (2004) determinam o número ótimo de relações bancárias em função da informação confidencial prestada aos bancos e das características de cada empresa.

### 3.5. EFEITO DAS ASSIMETRIAS DE INFORMAÇÃO NA RELAÇÃO BANCÁRIA

A relação bancária fomenta a produção e partilha de informação entre os diversos intervenientes. Esta muitas vezes é fornecida de forma imperfeita pelos proponentes ao crédito e carece, em muitas circunstâncias, de avaliação prévia relativamente à sua credibilidade. Nestas circunstâncias os bancos dão particular atenção ao tipo, à quantidade e qualidade de informação que é possível recolher e a todos os sinais emitidos pelo proponente ao crédito, constituindo preciosa ajuda para formular juízos de valor. A presença de assimetria de informação na relação bancária origina problemas, cuja solução acarreta custos, designados de agência. Estes, são particularmente sentidos quando os proponentes ao crédito são de reduzida dimensão e/ou tendencialmente opacos, como o são as PME's (Psillaki, 1995).

No mercado de crédito, a presença de assimetrias de informação, revela-se quando as empresas possuírem informação privada e exclusiva no que diz respeito às suas características intrínsecas e às particularidades dos seus projetos, dificilmente transferível para o credor. Esta situação permite às empresas delinear as suas estratégias com alguma flexibilidade, criando dificuldades aos bancos em distinguir, entre os proponentes ao crédito, os diferentes níveis de risco (Langlais, 1999). Este facto origina a seleção adversa (*adverse selection*) que impede os bancos de praticarem taxas de juro ativas diferenciadas e, em suma, contratos de crédito ajustados ao nível de risco dos proponentes. A dificuldade do credor em distinguir as “boas” das “más” empresas cria, nas primeiras, obstáculos no acesso ao crédito que a presença significativa das segundas aumenta (Stiglitz e Weiss, 1981, Garriga, 2006).

Por outro lado, o banco credor pode encontrar dificuldade em controlar, após a celebração do contrato de crédito, o comportamento da empresa, ocasionando o denominado risco moral (*moral hazard*). Nestas circunstâncias, o banco passa a exigir a

*priori* taxas de juro e garantias mais elevadas, bem como cláusulas mais restritivas. Este problema faz-se sentir de forma particular nas PME's, levando a que, em muitas situações, abdicam de boas oportunidades de investimento, condicionando o seu desempenho (Degryse et al., 2005).

Para Stiglitz e Weiss (1981), a assimetria de informação gera problemas de seleção adversa e de risco moral, o que provoca um incremento no custo dos recursos externos. O acesso ao financiamento fica excluído para as empresas mais expostas a este tipo de problemas, determinando o racionamento de crédito junto dos agentes económicos de reduzida dimensão.

A seleção adversa promove um incremento da taxa de juro e ocasiona dois efeitos de sinais contraditórios sobre a rendibilidade esperada do banco: por um lado, no caso de os clientes cumprirem com o serviço da dívida, assiste-se a um aumento da rendibilidade esperada, por outro lado, no caso de incumprimento, o risco aumenta e a rendibilidade diminui (Stiglitz e Weiss, 1981). A partir de determinado montante, o segundo efeito sobrepõem-se ao primeiro, situação em que um aumento da taxa de juro leva à diminuição da rendibilidade esperada pelo banco. Nestas circunstâncias, o banco deixa de ter incentivos para aumentar a taxa de juro, preferindo proceder ao racionamento do crédito. A seleção adversa e o risco moral exercem efeitos contraproducentes na rendibilidade bancária, na medida em que os bancos ao receberem a quantia contratualmente estabelecida, não beneficiam dos elevados lucros dos tomadores de crédito (quando eles ocorrem), mas em contrapartida incorrem em perdas quando a empresa não pode cumprir com o serviço da dívida.

Os problemas que a assimetria de informação origina no mercado de crédito levam os bancos a adotar técnicas de análise (*screening*) na fase pré-contratual agilizando o processo de seleção dos proponentes de crédito. Na fase pós-contratual, os bancos desenvolvem técnicas de supervisão e controlo (*monitoring*) colocando em prática um conjunto de mecanismos, capazes de sancionar as empresas que se desviam do previamente estabelecido e, dessa forma, minimizar os custos de agência (Ramakrishnam e Thakor, 1984). Um meio de controlo exercido sobre o tomador do crédito consiste em utilizar dívida bancária de curto ou médio prazo para financiar projetos de longo prazo. Assim, a empresa é forçada a renegociações periódicas das condições contratuais exigindo-se desta um comportamento “correto” para manter o seu financiamento em condições razoáveis até ao fim do projeto (Diamond, 1984).

Os instrumentos utilizados pelos bancos, para fazer face às possíveis assimetrias de informação passam pela prática de taxas de juro e de garantias diferenciadas, induzindo os “bons” proponentes a revelarem a sua informação. Constatando que é difícil, se não impossível, identificar no seio de todos os proponentes os “bons” e controlar as suas ações e resultados futuros, o credor tem a necessidade de utilizar um vasto conjunto de mecanismos de seleção e supervisão (Vigneron, 2001). Estes passam pela imposição de obrigações contratuais ao tomador de crédito, seja ao nível da prestação de informação e transparência, ou através de constrangimentos na liberdade de ação.

A volatilidade dos resultados apresentada pela generalidade das PME's leva a que o sistema bancário lhes atribua um risco elevado. Na impossibilidade de quantificar o risco inerente a estas, os bancos racionam o crédito, impondo *plafonds*. Se os custos de supervisão constituem um peso significativo relativamente ao tamanho do projeto, os bancos declinam a concessão de crédito, preferindo financiar grandes empresas e grandes projetos - economias de escala (Cánovas e Solano, 2007).

O aprofundar da relação bancária pode constituir uma importante vantagem competitiva para ambas as partes: para o banco, na medida em que se apropria de informação privada que vai acumulando com o decorrer da relação, reduzindo a assimetria de informação e, para a empresa financiada, que vê na redução das assimetrias de informação a possibilidade de melhorar a médio prazo as condições de crédito (Petersen e Rajan, 1994, Vigneron, 2001).

### **3.6. BENEFÍCIOS E CUSTOS DO RELACIONAMENTO BANCÁRIO**

No início dos anos noventa dois influentes artigos (Sharpe, 1990 e Rajan, 1992) advertem para os custos potenciais dos empréstimos bancários, na ausência de custos exógenos, provenientes das relações bancárias. Sharpe (1990) apresenta um modelo em que estas relações são endogeneizadas: o banco credor adquire um maior volume de informação relativamente aos seus concorrentes. O banco da relação pode extrair benefícios dos seus clientes mais antigos, enquanto os bancos concorrentes, com menor volume de informação, enfrentam problemas acrescidos. Por sua vez, para Rajan (1992) a empresa equilibra os custos e os benefícios associados ao empréstimo: a informação

obtida pelo banco permite supervisionar a empresa a financiar e exercer um controlo sobre as decisões de investimento tomadas no seu seio. Contudo, a informação obtida pelo banco credor pode gerar distorções nos esforços desenvolvidos pelos gestores (administradores). Para o autor, o recurso ao crédito através de relações multilaterais inibe o banco da relação de se apropriar de benefícios da empresa.

O impacto do relacionamento bancário sobre o desempenho empresarial é determinado pelo efeito líquido de diversos fatores: uns positivos e outros negativos. Torna-se pois pertinente estudar o modo como os bancos estão a partilhar o valor criado na relação de crédito, através da análise dos benefícios e dos custos associados ao relacionamento bancário.

### 3.6.1. OS BENEFÍCIOS

A relação bancária facilita o intercâmbio de informação, contribuindo de forma significativa para a diminuição das assimetrias de informação. Daí a predisposição dos bancos para investir na sua recolha junto das empresas e estas revelarem uma maior abertura à sua divulgação desde que preservada a sua privacidade (Yosha, 1995). Como já foi referido na secção anterior, a diminuição da assimetria de informação permite superar os problemas de “*adverse selection*” e “*moral hazard*” do mercado de crédito e resolver os problemas de agência que decorrem do comportamento dos gestores (administradores) (Diamond, 1991, Weinstein e Yafeh, 1998).

Desta relação e da celebração de contratos de crédito resulta um aumento de “bem-estar” que de outra forma não seria possível obter. Neste sentido, Boot (2000) refere que a relação implícita que se estabelece nos empréstimos permite, a longo prazo, uma maior flexibilidade negocial e uma certa discricionariedade como consequência da informação obtida no decorrer da relação.

Quando uma empresa enfrenta dificuldades que a impedem de cumprir com os seus compromissos, a renegociação dos contratos *a posteriori* no contexto da relação bancária pode ajudar a empresa a superá-las (Boot et al., 1993, Von Thadden 1995). As relações bancárias aumentam, por um lado, a disponibilidade de crédito, em particular



nas empresas jovens e informacionalmente opacas, para as quais só uma perspectiva de longo prazo torna viável a execução dos seus projetos, por outro, permitem ajustar as taxas de juro dos empréstimos à sua duração e, finalmente, fazer acertos ao longo do seu ciclo (Petersen e Rajan, 1995, Berlin e Mester, 1992, Ferri e Messori, 2000). A relação que o banco estabelece, amplia e consolida com a empresa, dá-lhe um maior conhecimento e uma maior capacidade para supervisionar os acordos de crédito. Torna-se assim possível aumentar a disponibilidade de crédito, propor os serviços que melhor satisfaçam as necessidades da empresa, diminuir gradualmente os prémios de risco e financiar projetos que não sendo viáveis numa perspectiva de curto prazo, podem sê-lo no médio e longo prazo (Boot, 2000).

Para Cánovas e Solano (2006), de um ponto de vista teórico, assume especial interesse o trabalho de Ongena e Smith (2000) onde as vantagens do relacionamento bancário são enumeradas: *i*) incrementam a flexibilidade negocial; *ii*) aumentam o controlo exercido pela entidade de crédito e *iii*) desenvolvem a reputação e a confidencialidade. Para os autores, em contexto de assimetria de informação e na ausência de um vínculo entre a empresa e a entidade de crédito, esta prefere investimentos de curta duração. Esta miopia ou ineficiência *a priori* na afetação dos recursos pode solucionar-se se a negociação entre a empresa e a entidade de crédito se desenvolve no seio de uma relação. Desta forma incrementa-se a flexibilidade do intermediário financeiro, que pode otimizar as suas decisões e aumentar o rendimento esperado. Referem ainda que, para além das ineficiências *a priori*, a assimetria entre os intervenientes na relação pode ocasionar ineficiências *a posteriori*, que decorrem da dificuldade do intermediário financeiro controlar a rendibilidade dos projetos, pelo que este deverá supervisionar a atividade da empresa e obter informação privada sobre a mesma. Se o estabelecimento de relações reduz as ineficiências *a posteriori* e permite distinguir a qualidade das empresas, as que de forma reiterada renovam os seus créditos reforçam a sua reputação. A disponibilização de recursos decorre da avaliação efetuada pela instituição de crédito à informação cedida pela empresa, muitas vezes de carácter estratégico, pelo que as empresas com informação “valiosa” privilegiam as negociações bilaterais como forma de reduzir a informação cedida a terceiros.

### 3.6.2. OS CUSTOS

Pese o facto de o relacionamento bancário facilitar a renegociação das condições contratuais *a posteriori* (fruto de uma maior flexibilidade) tal não se traduz num benefício que reverta em prol da empresa financiada, nomeadamente se o valor gerado pelo relacionamento poder ser parcial ou integralmente apropriado pelo banco (Boot, 2000).

Sharpe (1990) e Rajan (1992) sustentam que a informação adquirida pelo banco da relação lhe confere um poder de monopólio sobre os restantes credores; no entanto este monopólio, só por si, não garante à instituição de crédito rendimentos positivos ao longo da relação (o banco pratica taxas de juro mais baixas no início da relação na expectativa de em momento posterior recuperar o investimento efetuado). Do lado da empresa a situação de monopólio informacional pode originar também custos que se prendem com as distorções induzidas no investimento (Rajan, 1992), a diminuição do esforço de gestão (administração) face às reduzidas restrições de crédito (Dewatripont e Maskin, 1995) e a adoção de estratégias menos agressivas (Bolton e Scharfstein, 1996). Por outro lado, as empresas antecipando as consequências do monopólio informacional, decidem *a posteriori* diversificar a relação bancária e financiarem-se através de relações multilaterais, levando a que os benefícios potenciais da relação bilateral sejam diluídos.

Os custos associados com o relacionamento bancário decorrem de o valor criado na relação não ser repartido equitativamente pelo banco e pela empresa financiada, pelo que este relacionamento comporta alguns inconvenientes, quer para o banco quer para a empresa e que Boot (2000, p.16) resume em “*soft budgeting problem*” e “*hold up problem*”. O “*soft budgeting problem*” resulta de o banco ser incentivado a conceder mais crédito do que o verdadeiro risco da empresa comporta e o “*hold up problem*” de o banco aproveitar o facto de a empresa estar amarrada informacionalmente para impor preços mais elevados.

### 3.7. A CONCORRÊNCIA E A RELAÇÃO BANCÁRIA

A concorrência no mercado de crédito interfere com os incentivos dos bancos e das empresas em estabelecer relações bancárias, importa pois, compreender a forma como interagem.

A literatura tem realçado a necessidade de os bancos terem algum poder de mercado para investirem nas relações de longo prazo com os seus clientes. Os incentivos do banco em construir uma relação são determinados pelo poder de controlo que detém sobre os *cash-flows* efetivos da empresa, após a realização dos projetos de investimento. Num mercado bancário concentrado, o banco pode *a posteriori* continuar a usufruir de poder de negociação dado o domínio que possui. No mercado concorrencial, os bancos continuam a ter fortes incentivos para investir na relação, pelo poder de negociação que resulta da ligação endógena estabelecida com a empresa (Garriga, 2005). É evidente que quanto maior é o número de bancos que detêm informação sobre a credibilidade da empresa, menor é o valor desta detida por cada um. Como consequência as empresas que mantêm relações multilaterais não incorrem em custos de “*hold-up problem*”, porém não usufruem das vantagens proporcionadas pelas relações bilaterais. Ou seja, a obtenção de crédito de vários bancos gera *a posteriori* um maior número de credores informados o que reduz *a priori* o incentivo de cada um em participar na relação.

Tanto o grau de concorrência no mercado bancário como o número de credores determinará *a posteriori* o poder de negociação dos bancos, o conjunto de serviços financeiros propostos e as condições de endividamento para as empresas<sup>8</sup>. Não importa apenas a concorrência no mercado bancário (concorrência exógena), mas também o número de credores que adquirem informação privilegiada sobre a empresa (concorrência endógena).

---

<sup>8</sup> Berger e Udell (2006) realçam uma cadeia de causalidades em que a estrutura da instituição financeira determina a viabilidade e a rendibilidade dos diferentes serviços financeiros que podem ser utilizados para financiar as PME's. A disponibilidade e o custo de financiamento são condicionados por um conjunto de circunstâncias: a melhoria das normas contabilísticas, da legislação comercial, do intercâmbio informacional, etc.

### **3.7.1. A CONCORRÊNCIA INIBE A RELAÇÃO BANCÁRIA**

A incompatibilidade entre a concorrência e a relação bancária é referida por vários autores (Chan et al., 1986, Petersen e Rajan, 1995, entre outros) argumentando que as empresas são impelidas a trocar de banco ou a recorrerem ao mercado financeiro, na medida em que a competição aumenta. Os bancos, antecipando relações mais curtas, diminuem os investimentos específicos na relação, pelo que esta é desvalorizada.

Chan et al., (1986) propõem um modelo no qual a informação recolhida para conceder o primeiro empréstimo é utilizada nos subsequentes. Isso proporciona uma vantagem informacional ao banco da relação que a pode utilizar em proveito próprio. Daí que o investimento realizado no momento inicial seja condicionado pelas expectativas do banco relativamente a rendimentos futuros. Quando aumenta a concorrência no mercado bancário, o excedente informacional nos períodos posteriores é reduzido. Uma vez que o valor da aquisição de informação diminui, o investimento na seleção das empresas candidatas ao crédito é reduzido, levando os autores a afirmar que quanto mais a concorrência aumenta, menor é o investimento na aquisição de informação.

Petersen e Rajan (1995) referem que a concorrência no mercado bancário intensifica o envolvimento dos bancos nas relações e condiciona a disponibilidade e o custo do crédito. Para os autores a concorrência bancária constitui uma dificuldade acrescida às relações estáveis, na medida em que as empresas procurem recursos fora da relação pondo em causa o envolvimento futuro. Em contrapartida, em mercados bancários concentrados, a probabilidade de a empresa se deslocar para outro credor é menor, pelo que se torna mais fácil ao banco da relação antecipar os benefícios do crédito (as relações de longo prazo permitem transferir valor entre períodos através das taxas de juro praticadas). Assim, os bancos têm uma maior predisposição em estabelecer relações bancárias em mercados pouco concorrenciais e em conceder crédito em condições mais favoráveis. Os autores referem ainda que as empresas jovens e opacas, quando iniciam a relação, em mercados pouco concorrenciais, têm uma maior disponibilidade de crédito e suportam custos menores. Sustentam a ideia com o facto de uma relação estável (um banco com poder de mercado e a empresa fiel à relação) garantir ao banco o papel de único credor da empresa (no início da relação o banco está

disposto a oferecer um maior volume de crédito a uma taxa de juro mais baixa para cativar a empresa).

### **3.7.2. A CONCORRÊNCIA INTENSIFICA A RELAÇÃO BANCÁRIA**

A par dos estudos que defendem a incompatibilidade entre a concorrência e a relação bancária, uma outra linha de investigação advoga que existe vantagens (Boot e Thakor, 2000, Dell’Ariccia, 2001, Freixas, 2005, entre outros). A ideia defendida enraíza no facto de a concorrência ser um fator de diferenciação entre as diversas entidades bancárias e, ao mesmo tempo, um forte contributo para preservar a relação.

Boot e Thakor (2000) apresentam um modelo em que os bancos podem envolver-se simultaneamente numa relação e numa transação bancária. A relação bancária obriga o banco a investir na aquisição de conhecimentos sobre a empresa, o sector e a indústria, ao passo que a transação bancária decorre de um simples financiamento. Um relacionamento bancário acrescenta valor para a empresa quando o banco utiliza os conhecimentos adquiridos para melhorar a rendibilidade do cliente. Há medida que a concorrência bancária aumenta, o banco propõe à empresa cliente um conjunto de incentivos desenvolvendo e privilegiando o relacionamento bancário.

Freixas (2005) considera que uma maior concorrência no sector bancário diminui o esforço de acompanhamento exigido em cada relação. Analisa também o efeito do aumento da concorrência sobre a disponibilidade e o custo do crédito, concluindo que nos mercados menos competitivos a disponibilidade de fundos diminui e a taxa de juro aumenta.

Outros modelos prevêm uma multiplicidade de efeitos da concorrência na relação bancária. Dell’Ariccia (2001) desenvolve um modelo teórico de diferenciação espacial para demonstrar como a assimetria de informação pode afetar tanto a concorrência bancária como a estrutura de mercado. O autor obtém resultados ambíguos sobre o efeito da concorrência na relação.

As relações bancárias e a concorrência na banca de investimento são estudadas por Anand e Galetovic (2006). Para estes autores, os bancos de investimento mantêm com as empresas clientes relações sem qualquer predomínio de monopólio, ao contrário do

que sucede na banca comercial, pelo facto de as empresas manterem múltiplas relações e o mercado bancário ser altamente competitivo, sendo a concorrência via preços muito significativa.

### **3.8. IDENTIDADE E DIMENSÃO DO INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO**

A identidade, a dinâmica organizacional, a estrutura de capital e a capacidade de financiamento do intermediário financeiro constituem fatores determinantes na construção das relações e na repartição do valor criado (Berger e Udell, 2002, Berger et al., 2005). Outra condicionante da relação está na dimensão do credor (a avaliação de projetos de investimento de empresas pequenas e opacas tem vantagens quando realizada por bancos de menor dimensão) (Stein, 2002).

A análise do efeito da dimensão do banco na relação bancária tem vindo a assumir relevância na literatura. Um conjunto de trabalhos analisa a forma como os bancos afetam os seus empréstimos em função da dimensão da empresa (Berger e Udell 1995, Cole et al., 2004, Berger et al., 2005, etc.). Os bancos de maior dimensão destinam uma parte significativa dos seus ativos a grandes empresas, sendo as pequenas, geralmente mais opacas de um ponto de vista informacional, financiadas preferencialmente por bancos de menor dimensão (Strahan e Weston 1998, Berger et al., 2005).

Ao estudarem o processo de concessão de crédito, Cole et al., (2004) utilizam uma base de dados de bancos americanos, com diferentes dimensões. Afirmam que os grandes bancos tomam as suas decisões baseados em critérios *standards* elaborados a partir de demonstrações financeiras designadas por “*cookie cutter*”. Em alternativa, para os bancos de menor dimensão, assume papel determinante na tomada de decisão a “*soft information*”. No mesmo sentido Berger et al., (2005) analisam o impacto da dimensão do banco nas características do relacionamento bancário. Os autores mostram que os de pequena dimensão, atendendo à sua estrutura organizativa, têm vantagens comparativas na recolha de “*soft information*” relativamente aos restantes. A “*soft information*” assume particular relevo na concessão de crédito às empresas informacionalmente opacas, levando os autores a afirmar que os bancos de menor dimensão são mais propensos a conceder crédito a pequenas empresas.

Outros contributos procuram avaliar o impacto das características dos bancos sobre as condições do contrato de crédito. Por exemplo, Hubbard et al., (2002) mostram que os custos dos empréstimos estão significativamente relacionados com as características do banco credor e com os custos suportados na recolha de informação.

A par destes estudos, outros trabalhos avaliam o impacto da nacionalidade das instituições de crédito no relacionamento bancário. Esta questão coloca-se face às dificuldades acrescidas que os bancos estrangeiros encontram quando estabelecem novas relações, atendendo às características dos mercados de proveniência: diferentes idiomas, culturas, estruturas de supervisão e controlo (Fok et al., 2004). Para Berger et al., (2008) as empresas com ligações a bancos estrangeiros são mais transparentes e mantêm preferencialmente relações multilaterais. Os autores, tendo em conta a natureza (pública/privada) do intermediário financeiro, afirmam ainda que as empresas com ligações a bancos estatais são mais conservadoras nas suas relações e interagem com um menor número de bancos.

### **3.9. RELAÇÕES BANCÁRIAS E CONDIÇÕES DE FINANCIAMENTO**

A relação bancária confere poder negocial aos seus intervenientes, sendo cada vez maior o número de trabalhos que analisam o impacto da relação na disponibilidade e nas condições contratuais do crédito.

#### **3.9.1. DISPONIBILIDADE DE CRÉDITO**

Os estudos realizados são unânimes em afirmar que as relações de proximidade proporcionam maior disponibilidade de crédito. Relativamente ao impacto destas relações nas condições contratuais, na taxa de juro ou nas garantias exigidas, há uma dificuldade acrescida em reunir consenso dado os resultados serem contraditórios.

Petersen e Rajan (1994) são dos primeiros autores a analisar empiricamente, para uma amostra de PME's, a forma como a relação bancária condiciona a disponibilidade e o

custo dos recursos utilizados. Analisam dados referentes a 1988 recolhidos na *National Survey of Small Business Finance* relativos a empresas americanas utilizando como medidas para aferir a força da relação a duração, o número de serviços financeiros (âmbito) e o número de credores. Dão conta de uma redução da taxa de juro para as empresas que mantêm relações com um reduzido número de instituições, pese o facto de a relação não ser significativa entre a duração e o custo da dívida. A evidência empírica relata uma menor dependência do crédito comercial para as empresas com intenso relacionamento bancário, com maior número de serviços financeiros adquiridos e com um número de relações bancárias reduzido.

Berger e Udell (1995) utilizam a mesma base de dados de Petersen e Rajan (1994) limitando a amostra a empréstimos concedidos através de linhas de crédito. A razão desta restrição prende-se com o facto de as empresas recorrerem preferencialmente ao crédito face a outras fontes de financiamento. Os autores constataam que as empresas com relações bancárias mais intensas suportam taxas de juro mais reduzidas e um menor volume de garantias prestadas.

Angelini et al., (1998) observam 1.095 empresas italianas para o ano de 1995 e concluem que as taxas de juro praticadas pelos bancos (excluindo cooperativas de crédito) tendem a aumentar com a duração da relação. Comportamento idêntico tem a taxa de juro praticada pelas cooperativas de crédito, exceção feita aos seus membros. Os autores constataam ainda que as empresas que mantêm relações com um número reduzido de bancos suportam taxas de juro mais elevadas. Na atribuição de crédito, a duração da relação mostra-se pouco significativa, mas a introdução de uma variável *dummy*, revela que nas relações com uma duração inferior a três anos os coeficientes são significativos e positivos, concluindo que as empresas com relações curtas estão mais sujeitas a restrições de crédito. Os autores referem ainda que as empresas que mantêm relações com um reduzido número de entidades financeiras obtêm uma maior disponibilidade de crédito.

Elsas e Krahnem (1998) procedem a uma análise de 200 empresas alemãs de média dimensão, estabelecendo como critério diferenciador das relações bancárias o referencial: sede versus dependência. A metodologia utilizada tem por base dados em painel com efeitos aleatórios sendo a disponibilidade de crédito aferida pelo peso relativo dos recursos concedidos pelo banco na dívida não financeira. Os autores constataam que o custo praticado se mantém, independentemente de a relação ser



estabelecida com uma dependência ou com a sede, embora esta conceda crédito apenas em situações pontuais (por ex: dificuldades financeiras). Concluem ainda que as relações de longo prazo aumentam a disponibilidade de crédito, nomeadamente em momentos de dificuldades financeiras.

Harhof e KÄorting (1998) exploram os dados de 1.509 PME's alemãs para analisar o papel que as relações bancárias desempenham na disponibilidade de crédito, na determinação dos custos e nas garantias prestadas. A força da relação é avaliada pela duração, número de credores e pela resposta obtida junto dos gestores (administradores) empresariais (estes referem em que medida a relação com o banco é caracterizada por uma confiança mútua). Os dados obtidos permitem concluir que as taxas de juro não são significativamente afetadas pela duração da relação nem pelo número de credores. Relativamente às garantias prestadas, estas diminuem com a duração da relação e com a confiança criada, mas aumentam com o número de credores. Por último, a disponibilidade de crédito diminui para as empresas com um maior número de credores sendo irrelevante a duração e a confiança.

Cole (1998) estuda o impacto da relação bancária sobre a concessão de crédito para um conjunto de pequenas empresas americanas. Considera que os intermediários financeiros concedem crédito com mais facilidade às empresas com as quais têm relações prévias e que a duração da relação é irrelevante. Observa, ainda, que a concessão de crédito é inversamente proporcional ao número de entidades com as quais a empresa estabelece relações.

D'Auria et al., (1999) observam um painel de 2.300 médias/grandes empresas italianas relativamente às quais foi recolhida informação no período compreendido entre 1987 e 1994. Os autores referem que o principal credor (aferido pela percentagem de crédito concedido sobre os créditos totais) disponibiliza recursos a um custo inferior e que o aumento do número das relações bancárias faz diminuir a taxa de juro. Cosci e Meliciani (2002) analisam também dados italianos e verificam que o número de relações bancárias exerce um efeito positivo sobre a disponibilidade de crédito não tendo qualquer efeito sobre a taxa de juro.

Com dados de 18.000 empréstimos concedidos por um dos maiores bancos belgas, Degryse e Van Cayseele (2000) verificam que o aumento da duração da relação leva à subida da taxa de juro e à diminuição das garantias. Os autores constataam ainda que as

empresas que obtêm um maior número de produtos financeiros, junto do mesmo intermediário, usufruem de custos mais baixos pese o facto de prestarem mais garantias.

Chakraborty et al., (2002) adotam uma abordagem diferente para aferir o efeito das relações bancárias na disponibilidade de crédito. Para cada empresa comparam o limite de crédito obtido junto dos diferentes bancos em função da duração da relação estabelecida, concluindo que o limite de crédito concedido às pequenas empresas americanas aumenta com a duração da relação.

Numa perspetiva histórica, Bodenhorn (2003) mostra como as relações bancárias são valiosas, analisando os registos de contratos de empréstimo de um banco americano desde 1855. Mede a intensidade da relação através do logaritmo natural do número de empréstimos obtidos junto de uma mesma instituição e conclui que as empresas, com um longo relacionamento bancário, obtêm uma redução do custo e das garantias prestadas. O estudo realizado permite ainda concluir que as empresas com relações duradouras renegociam mais facilmente os seus créditos em períodos de escassez.

Utilizando dados de um banco americano, Athavale e Edmister (2004) analisam a fixação de preços para uma sequência de empréstimos. As conclusões mostram que a taxa de juro do segundo empréstimo diminui relativamente ao primeiro, confirmando estes resultados que as relações bancárias diminuem a assimetria de informação entre o banco e a empresa. Os autores referem ainda que não encontram indícios de que os bancos façam uso do seu poder de monopólio (*hold-up problem*).

Os dados recolhidos de 296 empresas belgas referentes a 2000 permitem a De Bodt et al., (2005) estudarem os fatores que determinam o racionamento de crédito e verificarem que existe uma relação positiva entre a disponibilidade de crédito e a duração da relação. A análise efetuada permite estabelecer uma relação positiva entre o número de bancos e o racionamento de crédito, no entanto, este efeito tem intensidade diferente dependendo da dimensão do banco e da empresa.

Matias (2006) num estudo realizado sobre 426 micro e pequenas empresas da região centro de Portugal conclui que uma maior duração da relação bancária não trás benefícios para as empresas, em termos de melhoria das condições de crédito obtidas. No entanto, uma maior concentração de crédito junto do banco financiador apresentou, na generalidade, um impacto positivo nas condições de financiamento, traduzido em menores taxas de juro e maiores montantes de crédito. Refere ainda, que a duração da

relação bancária apenas apresenta benefícios ao nível da menor exigência de garantias reais e só nos casos de empresas de menor dimensão, não se refletindo em menores prémios de risco ou maiores limites de crédito, pelo que conclui que a duração da relação se torna irrelevante enquanto indicador de solidez. A concentração de crédito junto de um banco apresenta um maior valor analítico na sua avaliação e, por consequência, na definição das condições contratuais obtidas. Uma maior concentração de crédito evidencia a fidelização que a empresa dedica ao seu banco e/ou, em alternativa, a existência de custos de mudança, em especial nas empresas de menor dimensão. A posição dominante do banco no mercado permite-lhe obter ganhos importantes em termos informacionais, o que se traduz numa redução dos riscos das operações de crédito. Contudo, pode não se refletir em ganhos na redução do preço e/ou numa menor exigência das garantias afetas aos créditos concedidos, dadas as dificuldades sentidas pelas empresas em mudar de banco, consequência do seu monopólio informacional detido. Conclui que as empresas, ao procurarem beneficiar das vantagens de uma relação fidelizada e duradoura com o banco, devem ter em conta que o monopólio de informação adquirido por este durante a relação, aliado ao grau de opacidade que lhes é inerente, pode originar prejuízos.

Hernandez e Martinez (2006) analisam, para 184 empresas espanholas de pequena dimensão relativamente ao ano de 1999, o efeito das relações bancárias sobre a dívida bancária. Utilizam como medidas da relação a duração e o número de credores concluindo que as PME's que interagem com um menor número bancos obtêm financiamento a custo inferior. Observam ainda que as instituições financeiras mostram uma clara tendência para aumentar a exigência de garantias pessoais com o progredir da relação.

O racionamento de crédito tem geralmente implícita a restrição em termos quantitativos, podendo comportar outra dimensão – a que diz respeito ao período de tempo. Isto é, os bancos concedem crédito por um prazo inferior às necessidades efetivas das empresas. Cardone et al., (2005) utilizam uma amostra de 386 empresas espanholas e referem que a duração da relação aumenta a disponibilidade de crédito e a maturidade da dívida, não tendo qualquer efeito na taxa de juro e/ou nas garantias exigidas. O número de relações bancárias condiciona, de forma positiva, a disponibilidade de crédito enquanto o número de produtos financeiros reduz a taxa de juro e as garantias exigidas

Um outro estudo realizado por Ortiz-Molina e Peñas (2007) explora os determinantes da maturidade do crédito nos EUA. A força da relação é aferida pela longevidade, pelo número de instituições de crédito, pelo âmbito da relação (variável *dummy* que indica o tipo de serviços bancários utilizados pela empresa) e pela distância entre o banco e a empresa. Os autores, pelos dados analisados, não encontram qualquer relação entre a maturidade e o fortalecimento das relações bancárias.

Por sua vez a influência da concentração das instituições bancárias na estrutura financeira das empresas é analisada por González e González (2008). No seu trabalho os autores, analisando 12.049 empresas de 39 países, mostram que o endividamento das empresas aumenta com a concentração bancária e a proteção dos direitos dos credores, mas diminui com a proteção dos direitos de propriedade.

### 3.9.2. CONDIÇÕES CONTRATUAIS

As contribuições empíricas analisadas nos parágrafos anteriores pressupõem que a determinação da taxa de juro é independente das garantias exigidas ou do montante de crédito concedido. Contudo, a relação bancária também condiciona a decisão global de concessão de crédito à empresa. Desse facto nos dão contra trabalhos recentes, a seguir referenciados, que analisam o efeito da relação bancária sobre a determinação simultânea das cláusulas contratuais, permitindo integrar as diferentes condições do contrato. Embora muito apelativo, este tipo de investigação está sujeito a um problema de identificação que requer, por exemplo, o reconhecimento das variáveis instrumentais que condicionam de forma autónoma a taxa de juro e as garantias.

Dennis et al., (2000) propõem um modelo de quatro equações (que contempla taxa de juro, garantias, comissões e maturidade) com base em dados provenientes da base LPC Dealscan. A estimação do modelo tem por base uma amostra de 2.634 empresas que renovam os seus contratos de crédito e a força da relação é medida pela concentração de empréstimos (peso do crédito concedido no total da dívida da empresa). As suas conclusões revelam uma forte interdependência entre os termos do contrato e: *i*) a assimetria de informação e *ii*) os custos do contrato e/ou o risco de crédito. Os autores

identificam ainda uma relação positiva, por um lado, entre a duração do contrato e as garantias prestadas e, por outro, entre o risco de crédito e as garantias.

Hanley e Crook (2005) analisam os dados provenientes de 1.409 empresas comerciais do Reino Unido e consideram explicitamente que existe uma relação entre a taxa de juro dos empréstimos e as garantias prestadas. Propõem-se estudar o papel que estas desempenham no custo do crédito e em particular o modo como condicionam as renegociações futuras. Concluem que com o decorrer do tempo se assiste a uma subida da taxa de juro, avançando com duas razões: *i*) a empresa torna-se refém do banco em termos informacionais, perdendo relevância a questão das garantias e *ii*) o valor relativo das garantias prestadas diminui à medida que o endividamento aumenta (assiste-se a uma diluição do valor das garantias prestadas no início da relação na medida em que o valor do endividamento aumenta).

Brick e Palia (2007) utilizam uma metodologia diferente (recurso a um modelo de equações simultâneas) que permite determinar de forma endógena as garantias requeridas e a taxa de juro. Os autores dão conta que a duração da relação tem impacto, tanto nas garantias exigidas como no montante das taxas de juro, embora aquele seja relativamente pequeno. Os resultados permitem afirmar ainda que existe uma relação inversa entre as garantias prestadas e as taxas de juro sendo estatisticamente significativa.

### **3.9.3. EMPRESAS SUJEITAS A RESTRIÇÕES FINANCEIRAS**

Numa perspetiva diferente, um conjunto de trabalhos avalia de que forma as restrições financeiras variam entre empresas em função da relação bancária. A primeira contribuição provém do estudo de Hoshi et al., (1990a) que examina empresas japonesas em dificuldades financeiras. Na sua análise consideram as relações bancárias como estritas se as empresas envolvidas na relação fazem parte do mesmo grupo industrial (*Keiretsu*) do banco credor, o que lhes permite superar com maior facilidade as dificuldades financeiras e registar um maior crescimento de vendas, face às restantes. Na sequência do trabalho anterior Hoshi et al., (1991) avaliam a sensibilidade do investimento ao *cash-flow* e concluem que as empresas que mantêm relações estritas são

menos sujeitas a constrangimentos de liquidez. Não obstante, vale a pena referir a contribuição de Weinstein e Yafeh (1998) para quem a maioria dos benefícios são apropriados pelo banco. Os autores estão conscientes que as empresas japonesas com laços estritos com os seus credores têm taxas de crescimento mais reduzidas e uma menor rendibilidade.

Numa abordagem similar, Houston e James (1996) estudam uma amostra de 250 empresas americanas e referem que na relação bilateral, a dívida bancária exerce um efeito negativo nas oportunidades de crescimento. Relativamente às empresas com relações multilaterais ou que se financiam no mercado da dívida pública são significativamente menos constrangidas. Num trabalho mais recente, Houston e James (2001) ampliam o período da amostra para os anos 1980-93 com o propósito de avaliar a sensibilidade do investimento ao *cash-flow* em função do número de relações bancárias. Os autores afirmam que nas empresas com relações bilaterais a sensibilidade do investimento ao *cash-flow* é maior, face às que estabelecem relações multilaterais. Referem ainda que as empresas com baixos níveis de investimento estão sujeitas a um menor grau de constrangimento.

### **3.10. O EFEITO DAS RELAÇÕES BANCÁRIAS NO DESEMPENHO EMPRESARIAL**

Os vínculos de longo prazo entre os principais bancos e as empresas clientes geram valor e aumentam a eficiência económica. Pouco se sabe, porém, sobre a forma como esse valor é repartido entre as partes envolvidas nessa relação. O papel assimétrico desempenhado na construção da relação pelo banco e pela empresa leva a que o beneficiário direto da relação de proximidade seja desde logo o credor. Na medida em que este transfere esse benefício para a empresa, as relações para esta também se tornam valiosas. Num contexto de assimetria de informação, as relações bancárias facilitam o intercâmbio de informação entre a empresa e o banco através de interações repetidas ao longo do tempo e da prestação de vários serviços financeiros. Como consequência, as assimetrias de informação entre o banco e a empresa reduzem-se ao longo da relação originando melhorias de eficiência através de múltiplos canais.

Em primeiro lugar, uma relação estável permite estabelecer contratos de crédito de longo prazo aumentando o valor criado. Tal objetivo é alcançado, por exemplo, através da redução das garantias exigidas (Berger e Udell, 1995), da implementação de mecanismos inter-temporais de subvenção do custo dos empréstimos (Petersen e Rajan, 1995) bem como através de uma maior flexibilidade dos termos contratuais (Boot et al., 1993). Em segundo lugar, a informação recolhida pelo credor ao longo do tempo e utilizada em momentos posteriores, reduz os custos de supervisão e acompanhamento (Boot et al., 1993). Em terceiro lugar, diminui o problema de *free-rider* na medida em que o banco interioriza os benefícios do investimento. Os elevados níveis de acompanhamento incrementam o valor, possibilitando, por exemplo, minorar os problemas que resultam do comportamento oportunista dos gestores (administradores). Em quarto lugar, as relações bancárias desenvolvem conhecimentos sectoriais específicos reforçando o valor dos projetos financiados. Por último, as relações bancárias contribuem para o crescimento económico quando promovem uma afetação eficiente do capital aos projetos de maior rentabilidade (Boot e Thakor, 2000).

As relações bancárias de proximidade, por sua vez, originam custos para a empresa. O mais significativo resulta do monopólio de informação detido por um único banco quando impõem custos de *hold-up* à empresa (Sharpe, 1990, Rajan, 1992), que associado às reduzidas limitações orçamentais (*soft-budget constraint*), pode levar a uma ineficiente renovação de empréstimos, ocorrendo com uma maior frequência nas situações em que um único credor detém direitos sobre a empresa (Dewatripont e Maskin 1995). Deste modo os gestores (administradores) têm comportamentos menos exigentes na presença de um único credor (Bolton e Scharfstein, 1996). A investigação empírica tem sublinhado, no entanto, que os benefícios superam os custos, pelo que as relações bancárias geram valor.

Na medida em que o banco partilhe o valor criado (através de um menor custo dos empréstimos, de termos contratuais mais flexíveis, etc.) a relação adquire relevância para empresa. Ou seja, esta beneficiará da relação bancária, sempre que o banco partilhe o valor criado na relação. Deste modo, um relacionamento bancário torna-se valioso sempre que se reflete de forma positiva no desempenho empresarial. A questão que se coloca é perceber se a intensidade da relação condiciona o desempenho em termos de rentabilidade e crescimento.

A revisão da literatura empírica permite-nos dar conta de algumas conclusões neste domínio. Degryse e Ongena (2001) com base num painel de dados de 235 empresas norueguesas entre 1979-95 referem que as relações bilaterais proporcionam uma maior rendibilidade. Fok et al., (2004) avaliam 178 empresas transacionadas na bolsa de Taiwan para o período de 1994-98 e concluem que existe um efeito positivo do número de relações bancárias externas no desempenho, sendo negativo quando o termo de comparação é a relação bancária doméstica.

Outros trabalhos chegam a resultados opostos. Weinstein e Yafeh (1998) analisam 6.836 empresas japonesas num espaço temporal de 1977-86 e concluem que as relações bancárias estritas originam uma redução de rendibilidade e de taxas de crescimento diminutas, levando os autores a afirmar que o valor criado na relação é apropriado pelos bancos. Agarwal e Elston (2001) com base numa amostra de grandes empresas alemãs cotadas e não cotadas para o período 1970-86 afirmam que a influência do banco não é significativa para o desempenho e crescimento da empresa (a influência do banco define-se em função da propriedade detida na empresa). Chirinko e Elston (2006) estudam dados de 91 empresas alemãs e referem que as relações bancárias não têm qualquer influência na redução dos custos financeiros nem na alteração de rendibilidade.

Os estudos sobre o impacto das relações bancárias no desempenho empresarial dão resultados contraditórios, sintetizados na Tabela 3.1.



Tabela 3.1: Impacto das relações bancárias no desempenho.

<i>Estudo</i>	<i>País</i>	<i>Anos Análise</i>	<i>Número Observ.</i>	<i>Medida de desempenho</i>	<i>Resultados</i>
Hoshi et al., (1991)	Japão	1978-85	125	Investimento, Vendas	Não significativo
Gibson (1995)	Japão	1992	1335	Investimento	Não significativo
Weinstein e Yafeh (1998)	Japão	1977-86	6836	Proveitos, Vendas	Não significativo
Kang e Stluz (2000)	Japão	1977-93	154	Investimento	As relações bancárias facilitam o investimento e incrementam o valor
Agarwall e Elston (2001)	Alemanha	1970-86	1660	R.Oper./Vendas	Não significativo
Degryse e Ongema (2001)	Noruega	1979-95	1897	Várias medidas (equações simultâneas)	As relações bilaterais incrementam a rendibilidade
Limpaphayom e Polwitoon (2004)	Tailândia	1990-96	1340	Q Tobin's	As relações bancárias exercem um efeito positivo no valor de mercado
Castelli et al., (2006)	Itália	1998-00	10764	ROA, ROE, Investimento/Ativo, Vendas/Ativo	O incremento das relações bancárias tem um impacto negativo.
Van Overfelt et al., (2006)	Bélgica	1905-09	569	Valor de mercado, ROA	Não significativo
Chirinko e Elston (2006)	Alemanha	1965-90	91	EVA	Não significativo

### **3.11. RESUMO E CONCLUSÃO**

A teoria sobre a intermediação bancária atribui às relações bancárias um papel preponderante na diminuição da assimetria de informação. As empresas podem reduzir os problemas de informação estabelecendo relações estritas com os bancos e estes, por sua vez, investem na recolha e análise de informação dos seus clientes. A proximidade e as repetidas interações ao longo do tempo podem ser benéficas para a empresa na medida em que lhe permite o acesso mais fácil ao crédito, diminuir o custo e as garantias exigidas e o apoio em situações de dificuldades financeiras. No entanto, o banco informado pode comportar-se de forma oportunista, atuando em benefício próprio. Um melhor conhecimento da empresa faculta ao banco informado um monopólio informacional sobre os seus concorrentes, permitindo-lhe obter alguns benefícios como, por exemplo, a prática de taxas de juro mais elevadas.

## **CAPÍTULO 4**

### **GOVERNO DA EMPRESA E DESEMPENHO**



#### 4.1. INTRODUÇÃO

A análise dos problemas originados pela assimetria de informação e divergência de interesses nas relações económicas entre os diferentes intervenientes na empresa começaram a assumir relevância na literatura nos últimos anos. A separação entre a propriedade e o controlo tem gerado um campo de investigação muito importante no âmbito da gestão (administração) empresarial e, em particular, no papel desempenhado pelos diferentes mecanismos (internos e externos) na resolução dos conflitos que esta origina. Os objetivos nem sempre coincidentes dos vários grupos de interesse, aliados à assimetria de informação que entre eles se estabelece, levam a um esforço permanente de supervisão e controlo ao qual estão associados custos. Tomando como marco concetual a teoria da agência, pretendemos avaliar a forma como os diversos mecanismos de governo empresarial e a interação que entre eles se estabelece condicionam o desempenho.

Neste capítulo, a nossa atenção volta-se para os aspetos concetuais do governo da empresa e da sua fundamentação teórica. De seguida, o estudo apresenta os diferentes modelos de gestão, os principais mecanismos de controlo referidos pela literatura, analisa o efeito do governo no desempenho empresarial e termina com o resumo e conclusão.

#### 4.2. CONCEITO DE GOVERNO DA EMPRESA

O governo da empresa ou *corporate governance* (na terminologia anglo-saxónica) incorpora um conjunto de preocupações que têm merecido particular atenção (Salas,

2002). A OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico, 1999) descreve-o como um o sistema através do qual os negócios são geridos e controlados, especificando os direitos e as obrigações dos diferentes participantes: o conselho de administração, a direção, os detentores de capital, etc. Este sistema estabelece as regras e os procedimentos para a tomada de decisões, define a estrutura através da qual os objetivos são fixados e proporciona os meios para os atingir e controlar. Durante os últimos anos foram publicados inúmeros trabalhos sobre o governo da empresa, tornando-se impossível enuncia-los de forma exaustiva, sendo de realçar autores como Hart (1995), Shleifer e Vishny (1997) e Tirole (2001).

A separação entre a propriedade e o controlo gera conflitos de interesses entre investidores (proprietários e credores) e administração, daí a necessidade de desenvolver mecanismos de controlo internos e externos capazes de os harmonizar, dada a dificuldade em celebrar contratos completos<sup>9</sup> para os resolver (Baysinger e Hoskisson, 1990). Os investidores disponibilizam recursos financeiros que precisam de ser remunerados, devendo a empresa implementar um conjunto de mecanismos que impeçam alguns *stakeholder*<sup>10</sup> de serem privilegiados, face aos restantes, pela criação de valor (Prowse, 1995).

A perspetiva dominante na literatura sobre esta problemática centra a atenção no conflito de interesses entre investidores e administradores e nas ineficiências daí resultantes. A ausência de conflito ocorre quando a propriedade e poder de decisão recaem numa mesma pessoa. Quando isto não sucede, o governo da empresa e os seus instrumentos circunscrevem-se à relação que se estabelece entre os investidores (disponibilizam recursos financeiros) e os administradores cujas decisões condicionam as remunerações daqueles (Shleifer e Vishny, 1997). Na mesma linha Fernández et al., (1998) referem que o governo empresarial é um sistema completo de acordos institucionais e de relações através dos quais as organizações são geridas e controladas. Para os autores a estrutura governativa deve criar mecanismos capazes de minimizar os

---

<sup>9</sup> O contrato completo recolhe todas as obrigações dos participantes na relação contratual perante qualquer eventualidade que possa ocorrer e penaliza aqueles que as não cumpram. A impossibilidade de definir todas as contingências e os custos associados à elaboração de um contrato desta natureza dão lugar a contratos incompletos.

<sup>10</sup> O termo grupo de interesse ou *stakeholder* refere-se a todos os agentes que de alguma forma têm uma relação com a empresa pelo facto de terem investido recursos financeiros ou humanos (Clarkson, 1995).

custos de agência gerados pela separação entre a propriedade e o controle que determina, em muitas circunstâncias, formas de ineficiência organizativa.

Na sequência dos parágrafos anteriores, John e Senbet (1998) entendem que o governo empresarial está relacionado com os mecanismos de controle através dos quais os *stakeholders* da empresa supervisionam os gestores (administradores) protegendo, dessa forma, os seus interesses. Referem, ainda, que o governo da empresa é o instrumento com o qual os vários *stakeholders*, externos à empresa, exercem os seus direitos com base nas cláusulas do pacto social e no normativo jurídico existente. No mesmo sentido Gillan e Starks (2000) definem o governo da empresa como um sistema de leis, regras e fatores que controlam as operações no seio da empresa.

A impossibilidade de resolver os conflitos de agência através da celebração de contratos completos origina a discricionariedade diretiva (comportamento oportunista da administração). Os acordos estabelecidos entre a gestão (administração) e os investidores contemplam de forma genérica o fim a dar aos recursos afetos à empresa e o destino dos rendimentos gerados. O ideal seria celebrar contratos completos onde se especificassem exatamente a ação dos gestores (administradores) em diferentes cenários. No entanto, as contingências futuras são difíceis de descrever e prever, pelo que a celebração de contratos completos é impossível. Daí que Zingales (1998) apresente uma perspetiva ampla dos sistemas de governação caracterizando-os como um complexo conjunto de restrições que moldam *a posteriori* a negociação dos rendimentos gerados na empresa. Seria impensável estabelecer um contrato no qual os detentores de recursos reservassem para si todos os direitos de controle - sempre que algo inesperado sucedesse eles teriam que decidir. Como esta situação se torna inexequível os gestores (administradores) detêm alguma discricionariedade para afetar os recursos da forma que consideram mais oportuna. Sentimento semelhante tem Salas (2002) para quem o governo da empresa inclui um conjunto de instrumentos e instituições criados numa organização com o propósito de afetar eficientemente os recursos presentes e futuros.

Os problemas de agência e a discricionariedade diretiva que acabamos de referir levam a que se estabeleçam mecanismos de governo na empresa através dos quais os investidores se assegurem dos seus rendimentos. Contudo, nem sempre estes mecanismos funcionam de forma a satisfazer os interesses de todos proprietários ou a garantir a maximização do valor da empresa, daí a necessidade de o governo empresarial estar associado aos instrumentos legais e à eficácia dos mecanismos de

controlo para salvaguardar a expropriação dos proprietários minoritários (Johnson et al., 2000). A cedência de recursos por parte dos investidores confere-lhes o direito de controlo sobre a atividade empresarial. No entanto, a proteção legal que este direito lhes concede, só por si, não é suficiente para assegurar os seus rendimentos. A efetividade dos direitos com que o investidor pode contar está condicionada pela predisposição e capacidade em a utilizar; neste aspeto a estrutura de propriedade desempenha uma influência significativa. La Porta et al., (2000) referem que o governo empresarial constitui um conjunto de mecanismos através dos quais os investidores externos se protegem da expropriação levada a cabo pelos agentes internos. Tirole (2001) alarga o âmbito dos intervenientes e refere que governo empresarial é um conjunto de instituições que induzem ou forçam a direção a interiorizar o bem-estar de todos os *stakeholders* e não apenas dos investidores. Um contributo mais recente reafirma que um bom governo deve preservar os interesses dos detentores de capital contra uma utilização ineficiente dos ativos da sociedade por parte dos gestores (administradores) (Dittmar e Mahrt-Smith 2007).

A este propósito, Salas (2002) situa a problemática do estudo do governo da empresa em duas perspetivas – uma financeira e outra estratégica – em função dos objetivos organizacionais a serem protegidos pelo sistema de governo. No primeiro caso, o problema do governo e dos seus instrumentos circunscreve-se à relação entre os investidores e os administradores, condicionando os rendimentos esperados de cada um. No segundo caso - perspetiva estratégica - alarga as relações a todos os detentores de recursos que realizam investimentos e correm riscos para obter rendimentos.

Do exposto verifica-se que tem sido difícil reunir consenso em torno do conceito “governo da empresa”, sintoma provável da sua complexidade e abrangência. Pese este facto, todas as definições têm em comum a ideia de que existe uma questão de partilha de poder e de resultados entre as diversas partes, cujos interesses nem sempre são coincidentes. As várias propostas revelam grande unanimidade na importância atribuída aos mecanismos de controlo internos (concebidos pela própria empresa) e externos (com base no mercado) para a correta afetação do capital aos objetivos da maximização do valor dos proprietários e *stakeholders* envolvidos na empresa.

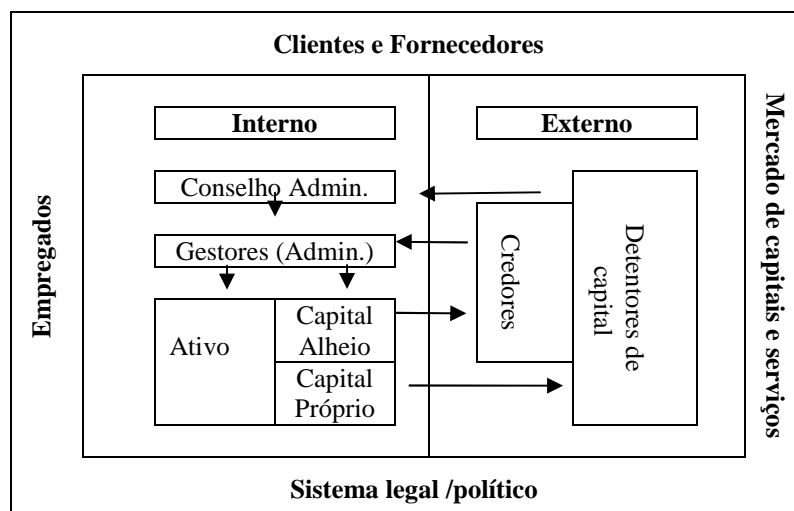
Os diferentes elementos que configuram o governo da empresa levam Eguidazu (1999) a salientar que: *i*) é um processo, uma atividade permanente, não uma ou várias decisões isoladas; *ii*) constitui um procedimento de supervisão e controlo, não um ato simples de



gestão (administração) - ficam excluídas as ações executivas dando espaço a que se desenvolvam as funções de supervisão e controlo; *iii*) exerce uma fiscalização sobre a direção da empresa (sentido amplo); *iv*) não se restringe ao papel desempenhado pelas instituições internas, mas também pelas externas (assembleia de proprietários e mercado de capitais) e, por último, *v*) tem por objetivo fazer coincidir os interesses de gestores (administradores) e proprietários em torno das metas estabelecidas por estes últimos (maximização do valor da empresa).

O trabalho de Gillan (2006) constitui uma síntese da literatura sobre governo da empresa, no qual, o autor com o recurso ao balanço representado na figura seguinte, capta a essência das relações que se estabelecem entre os mecanismos de controlo interno e externo. O lado esquerdo do diagrama compreende os mecanismos internos, nos quais se incluem os gestores (administradores) e o conselho de administração. Os gestores (administradores) atuam como agentes dos proprietários, decidem em que ativos investir e de que forma os financiar. Ao conselho de administração, no vértice do sistema de controlo interno, cabe acompanhar e fiscalizar a gestão (administração) da empresa e definir a política de remunerações. O lado direito do diagrama introduz os mecanismos de controlo externos, exercido pelos detentores de capital e credores, como financiadores da empresa.

**Fig.1:** Governo da empresa e balanço. Fonte: Gillan (2006, pp. 382)



Não se pode, contudo, restringir a empresa ao conselho de administração, aos gestores (administradores), proprietários e credores. Uma perspectiva mais ampla da empresa deve incorporar outros *stakeholders* da estrutura empresarial como sejam: empregados, fornecedores, clientes, sistema legal/político, mercado de capitais e de serviços, proporcionando um nexo de contratos como preconizam Jensen e Meckling (1976).

### 4.3. O GOVERNO DA EMPRESA: FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Após os primeiros contributos dos economistas clássicos (ex: Adam Smith, 1776), os problemas relacionados com a separação da propriedade e controlo empresarial ganharam relevância na literatura com a publicação dos trabalhos de Berle e Means (1932) e Coase (1937). Berle e Means (1932) centram a atenção em grandes empresas com o capital disperso por um número elevado de proprietários, o que os impede de controlar a atuação dos gestores (administradores) e concluem que os interesses de uns e de outros dificilmente coincidem.

A separação da propriedade e controlo dá origem a ineficiências empresariais, constituindo a teoria da agência uma das primeiras referências teóricas para a compreensão da origem das mesmas (Jensen e Meckling, 1976). À luz desta teoria uma relação de agência estabelece-se sempre que um indivíduo depende da ação de outro (McGuire et al.,1991). Mais especificamente, Jensen e Meckling (1976) consideram uma relação de agência a que se estabelece através de um contrato explícito em que uma parte, o agente, se compromete a levar a cabo determinadas ações em proveito da outra, o principal. É um contrato que geralmente incorpora delegação de autoridade, de tal forma que o agente toma decisões em nome do principal. Neste contexto, o objetivo principal da teoria é determinar (dadas certas hipóteses relacionadas com as pessoas, a organização e a informação) qual o contrato mais eficiente para gerir a relação principal/agente, tomando por referência o controlo do comportamento do agente.

Os problemas de agência decorrem de assimetria de informação originados por: *i*) informação oculta ou seleção adversa – uma das partes da transação dispõe *a priori* de informação privada sobre determinados estados de natureza não observáveis pela outra – e *ii*) ações ocultas ou risco moral – ações *a posteriori* não observáveis, adotadas por

uma das partes da transação com o propósito de maximizar a sua utilidade em detrimento da outra. O principal pode reduzir o comportamento desviante do agente em relação ao contratualmente estabelecido instituindo um sistema de incentivos ou suportando custos de agência. Para Jensen e Meckling (1976) estes últimos decorrem de: *i*) custos de formalização resultantes da conceção e redação dos contratos; *ii*) custos de supervisão, orientados para supervisionar e controlar a atividade do agente; *iii*) custos de garantia, cedidos pelo agente como caução da sua conduta e *iv*) perdas residuais em consequência das decisões tomadas pelo agente divergirem das adotadas pelo principal, em situação idêntica.

Gedajlovic e Shapiro (2002) identificam duas situações que podem originar custos de agência: *i*) numa os gestores (administradores) comprometem-se, a curto prazo, com atividades de elevados custos, para desta forma incrementarem o seu salário com retribuições adicionais (reduzem a rendibilidade empresarial e incrementam os custos) e *ii*) noutra os gestores (administradores) procuram satisfazer as suas necessidades de poder, prestígio e *status* através de decisões estratégicas a longo prazo que aumentam a dimensão da empresa sem que se verifiquem melhorias na rendibilidade como, por exemplo, quando a empresa diversifica a atividade com projetos que não criam valor (Amihud e Lev, 1981, Morck e Nakamura, 1999, Lang e Stulz, 1994). Um comportamento discricionário por parte da gestão (direção) pode levar à diminuição da rendibilidade empresarial, explicada pelo facto de o *statu quo* permitir um excesso de poder nas suas mãos (Gedajlovic e Shapiro, 2002).

No contexto da teoria da agência, uma forma de minimizar estes custos, como vimos na secção anterior, consiste na celebração de contratos completos entre o principal e o agente. Dentro desta teoria podem distinguir-se duas correntes de investigação distintas que possuem, no entanto, muitas características em comum: comportam como unidade de análise a relação contratual entre indivíduos, postulam que os custos de agência se minimizam através de processos de contratação e consideram de forma semelhante as pessoas, a organização e a informação. Diferem, porém, no rigor matemático e nas variáveis dependentes objeto de estudo (Eisenhardt, 1989). A primeira corrente – denominada teoria positiva da agência – caracteriza-se por estar pouco formalizada, carecer de orientação matemática, deter um carácter empírico e centrar o estudo fundamentalmente nas grandes empresas (Berle e Means, 1932). A literatura com génese nesta corrente tem como preocupações o estudo, por um lado, das situações em

que o principal e o agente têm objetivos contraditórios e, por outro, dos mecanismos de governo que permitem resolver problemas de agência. Estabelecem-se assim dois procedimentos: *i*) celebrar contratos centrados mais nos resultados do que nos comportamentos, adaptando as preferências do agente às do principal, dependendo a compensação de ambos das mesmas ações e *ii*) desenvolver sistemas de informação que permitam ao principal conhecer o comportamento e as atividades do agente (Eisenhardt, 1989). A segunda – denominada teoria principal/agente – diferencia-se por ser mais abstrata, possuir uma orientação mais matemática e centrar-se num conjunto alargado de organizações. Esta corrente, ao contrário da anterior, não pretende identificar os diferentes tipos de contrato, apenas determinar qual o mais eficiente para orientar as relações entre o principal e o agente. Nesta teoria, o modelo assume um conflito de interesses entre o principal e o agente, apoiado no facto de os resultados obtidos serem facilmente aferidos e o agente mais adverso ao risco que o principal (Eisenhardt, 1989). Com estes pressupostos e na posse de informação completa, o principal conhece detalhadamente a atividade do agente, pelo que, o contrato estabelecido com base no comportamento se mostra mais eficiente. Contudo, nos casos em que o principal desconhece o comportamento do agente, este argumento perde fiabilidade, uma vez que, em função dos seus próprios interesses, o agente pode desviar-se do acordo estabelecido. Nestas circunstâncias, ao principal restam duas opções: *i*) analisar o comportamento do agente investindo em sistemas de informação e *ii*) recompensar a conduta deste com base nos resultados obtidos, transferindo assim parte do risco para o agente.

Porém Jensen e Meckling (1976) alargam o âmbito de análise e referem não só a relação de agência entre proprietários e diretivos, mas também os contratos estabelecidos entre os diretivos e os restantes grupos de interesse ou *stakeholders*. Neste grupo incluem-se os detentores de capital - que procuram maximizar o valor dos seus investimentos -, os trabalhadores - que investem tempo e capacidades procurando adequadas condições de trabalho -, os fornecedores - que vendem os seus produtos a um preço justo com o propósito de obter a fidelidade dos seus clientes -, os clientes - que dão origem aos proveitos da empresa como recompensa de um produto de qualidade - e o Estado - que pretende ver satisfeitas as obrigações fiscais (Hill e Jones, 1996). Como refere Azofra e Santamaría (2002) a perspetiva centrada na relação entre proprietários e diretivos é demasiado restritiva, pois, num contexto com vários grupos de interesse, o problema de

agência adquire um carácter mais global quando confluem para a empresa múltiplas relações contratuais.

A literatura sobre o governo da empresa tem dado importância aos problemas contratuais entre os detentores de capital e os diretivos e ao estudo dos mecanismos postos à disposição dos investidores para controlar os seus recursos e minimizar os conflitos. No entanto os trabalhos realizados sobre a concentração de propriedade proporcionam um novo enfoque à teoria da agência: desloca a relação principal/agente para a ligação que se estabelece entre proprietários maioritários e minoritários onde a expropriação de “benefícios privados”<sup>11</sup> assume papel preponderante, provocando um conflito de interesses (La Porta et al., 2000, Gregoric e Vespro, 2003).

As considerações feitas ao longo desta secção têm por objeto de estudo grandes empresas. Porém, no âmbito das finanças empresariais, as PME's têm ganho uma importância acrescida pelas particularidades que encerram. Entre estas, destaca-se a natureza familiar que a estrutura de propriedade e controlo lhes confere, levando a que as relações contratuais que se estabelecem na empresa, para além de laços económicos, contemplem, muitas vezes, laços familiares. Na primeira geração, a propriedade destas empresas está concentrada no núcleo familiar e a direcção normalmente recai no fundador. Esta coincidência entre posse e direcção diminui os custos de agência originados pelo conflito de interesses entre o principal e o agente. As relações que se estabelecem são muito intensas e podem propiciar externalidades que se manifestam por um maior compromisso, confiança e lealdade entre as partes contratantes. Todos os participantes da empresa têm uma maior predisposição para as valorizar, dada a confiança depositada no comportamento legítimo do fundador. Contudo, as relações tornam-se mais complexas à medida que a empresa cresce e fica sujeita a processos de sucessão. Surgem novas gerações, a propriedade fragmenta-se, as assimetrias de informação são maiores e os problemas de agência aumentam entre a direcção e a propriedade. Os problemas de agência são mais difíceis de resolver, na medida em que as relações contratuais convivem com as relações familiares (Schulze et al., 2001). Os cargos de direcção, neste tipo de empresas, tendem a manter-se no seio familiar, sem que sejam asseguradas as capacidades suficientes para desempenhar essa função, o que pode originar perdas significativas para a empresa. O facto de as relações entre os

---

<sup>11</sup> Os “benefícios privados” resultam de o proprietário maioritário utilizar o seu poder de controlo para obter uma fracção de benefícios residuais que extravasam a parte que o capital social lhe confere.

*stakeholders* se basearem em laços familiares, podem condicionar não só a criação de valor, mas também a forma como se reparte pelos participantes. As origens do poder, no seio de qualquer empresa, provêm dos direitos de controlo sobre os recursos ou da existência de assimetria de informação (Schulze et al., 2002). Para o caso concreto da empresa familiar existe outra fonte de poder que advém do facto de o participante ser membro da família detentora do controlo. Esta dualidade faculta-lhe uma posição privilegiada no seio da organização possibilitando-lhe usufruir de “benefícios privados”. O poder obtido pelos direitos que os recursos conferem é legítimo, ao contrário do que advém da assimetria de informação e das relações de parentesco que permitem a expropriação de rendimentos gerados por outros recursos. Portanto, para além dos mecanismos necessários a qualquer organização, devem estabelecer-se mecanismos complementares que regulem as relações familiares.

#### **4.4. OS MODELOS DO GOVERNO DA EMPRESA**

O termo governo da empresa é apreendido de forma diferente nos diversos países, reportando-se a pessoas ou instituições distintas e a intensidade e natureza diversas, em função do sistema legal/político (ex: proteção legal dos investidores). Pesem as diferenças, existe consenso na literatura em agregar os sistemas de propriedade e de gestão (administração) das empresas em torno de dois modelos: *i*) modelo anglo-saxónico (*Outsider System* ou *Market Oriented*) e *ii*) modelo continental/japonês (*Insider System* ou *Bank Oriented*). O primeiro caracterizado por uma relativa passividade dos detentores de capital e investidores institucionais, por um conselho de administração nem sempre independente da direção (impedindo uma eficaz fiscalização) e por um controlo ativo do mercado empresarial (Jensen, 1993, Gedajlovic e Shapiro, 2002). No segundo predominam detentores de capital e grupos de poder ativos: entidades bancárias a desempenharem o papel de principal proprietário, conselhos de administração independentes da direção e o mercado a exercer um controlo pouco significativo (Kaplan, 1997, Franks e Mayer, 1998).

Enquanto no modelo anglo-saxónico o controlo da empresa é predominantemente exercido pelo mercado, através de operações de fusão e aquisição (particularmente

*takeovers* hostis), como elemento dissuasor de comportamentos “autónomos” dos gestores (administradores) (facilitados por uma maior dispersão de propriedade); no modelo continental, a menor relevância e desenvolvimento dos mercados de capitais induz relações mais estáveis com determinados *stakeholders* como forma alternativa de controlo. Na Europa Continental normalmente as empresas desenvolvem relações mais estáveis e de longo prazo com um reduzido número de proprietários e de credores, desempenhando os bancos um papel importante de coordenação (como credor ou proprietário). Neste sistema, a maior concentração de capital faz-se acompanhar por um maior número de participações cruzadas como instrumento de controlo (González e González, 2008).

No modelo anglo-saxónico a dispersão de capital inibe os pequenos proprietários de suportarem custos de supervisão, na medida em que deles todos beneficiam (controlo *a priori*), pelo que se “limitam” a ameaçar com a venda das suas ações se os gestores (administradores) se afastarem demasiado dos seus interesses. Já no modelo continental a concentração de capital permite um controlo interno pelos principais detentores de capital, na medida em que a sua dimensão comporta os custos desse acompanhamento. A constatação deste facto leva diversos autores (La Porta et al., 1997, 1998 e 1999b, Bennedsen e Wolfenson, 2000), entre outros) a afirmarem que estes dois modelos se distinguem através de duas variáveis articuladas entre si: a proteção legal dos detentores de capital e a concentração da propriedade.

Por sua vez, as relações que se estabelecem entre os restantes *stakeholders* são distintas nos dois modelos, traduzindo diferentes noções de empresa. A título de exemplo, no modelo anglo-saxónico o papel dos trabalhadores é o de fornecedor de um fator produtivo, enquanto no modelo continental é parceiro de gestão (administração) (embora de forma limitada), em particular na Alemanha, Holanda e nos países nórdicos, onde há acordos globais entre as confederações patronais e os sindicatos (O’ Sullivan, 2002, Fauver e Fuerst, 2006).

O desenvolvimento destes modelos foi condicionado por fatores históricos, financeiros e legais que determinaram as suas características (Plihon e Zarlowsky, 2002):

- no modelo anglo-saxónico são predominantes questões como: a eficiência dos mercados de capitais, os custos associados às fusões, a excessiva focalização em indicadores de desempenho de curto prazo e de uma insuficiente proteção dos *stakeholders* não proprietários;

- no modelo continental destaca-se: uma menor transparência na relação entre a empresa e os proprietários minoritários, uma reduzida diversificação do risco, uma informação financeira menos qualificada e dificuldades acrescidas na obtenção de recursos para empresas novas, na medida em que a participação de pequenos proprietários não é incentivada.

Um dos mais importantes trabalhos sobre as diferenças entre estes modelos foi realizado por La Porta et al., (1998). Estes autores referem que a proteção legal dos investidores e o cumprimento das normas legais constituem determinantes fundamentais do financiamento e governo das empresas. Na ausência de um sistema legal que proteja efetivamente os investidores face aos comportamentos oportunistas dos gestores (administradores), sugerem ainda, como mecanismo alternativo, a concentração de propriedade. A análise dos dois modelos revela que a relação significativa entre a estrutura de propriedade e valor da empresa, em países com predomínio do modelo continental, pode ser justificada pelas fragilidades que o sistema legal incorpora. A concentração de propriedade constitui uma alternativa às dificuldades do sistema legal em proteger os direitos dos investidores. A falta de relação entre a estrutura de propriedade e o valor da empresa, em países onde predomina o modelo anglo-saxónico, revela que a forte proteção conferida aos detentores de capital permite às empresas usufruir de mecanismos alternativos para configurar a sua estrutura de capital (Delgado, 2003).

De forma sintética apresentamos na Tabela 4.1 as principais características de cada um dos sistemas de governo empresarial.



Tabela 4.1: Diferenças mais significativas entre os modelos de governo de empresa  
 Fonte: Garcia et al., (2002, pp.57).

	<b>Modelo Continental</b>	<b>Modelo Anglo-saxónico</b>
<b>Tipo de controlo</b>	Acionista de referência. Participações cruzadas e estruturas piramidais	Mercado de capitais
<b>Estrutura de propriedade e tipo de acionista</b>	Concentrada Outras empresas, famílias, bancos	Dispersa Investidores individuais e institucionais
<b>Utilização do mercado de capitais</b>	Menos desenvolvidos: menores níveis de informação e transparência	Elevada liquidez e transparência informativa
<b>Incentivos e remunerações diretas</b>	Basicamente remunerações fixas e menor peso da parte variável, baseada em indicadores contabilísticos ou indicadores internos	Remuneração fixa e peso significativo da variável, ligada ao mercado
<b>Envolvente legal</b>	Direito Civil	Direito Comum
<b>Nível de proteção dos investidores</b>	Maior probabilidade de expropriação do acionista minoritário	Maior proteção: maior valorização do mercado; maior número de empresas a utilizar o mercado para se financiarem
<b>Nível de proteção dos interesses dos trabalhadores</b>	No caso alemão integram-se nos comités de controlo	Não se consideram na relação

#### 4.5. MECANISMOS DE CONTROLO

Grande número de trabalhos tem-se debruçado sobre os diferentes mecanismos de controlo empresarial. A classificação mais consensual permite agregá-los em dois grupos: um que engloba os mecanismos de controlo externo, onde predominam as estruturas de mercado e, outro, denominado por controlo interno, onde os estímulos assentam fundamentalmente em elementos como o conselho de administração, estrutura de propriedade e endividamento. Os mecanismos de controlo externo podem desempenhar um importante papel na convergência dos interesses de gestores

(administradores) e proprietários, nomeadamente quando os mecanismos internos são inadequados (Hoskisson e Turk, 1990).

#### **4.5.1. MECANISMOS DE CONTROLO EXTERNOS**

Os mecanismos externos têm por objetivo limitar o comportamento oportunista dos diretivos pela concorrência que se estabelece nos diferentes mercados em que a empresa atua. Jensen (1993) identifica-os e propõem a seguinte agregação: *i*) mercado de trabalho – apela à contratação dos gestores (administradores) cujo valor depende do prestígio alcançado (Fama, 1980); *ii*) mercado de capitais – mecanismo de fixação dos preços das ações da empresa refletindo os comportamentos (diligentes/negligentes) dos diretivos (Fama e Jensen, 1983b, Demsetz, 1983, Shivdasani, 1993); *iii*) mercado de bens e serviços – estrutura onde a empresa luta pela sobrevivência e satisfaz as necessidades dos seus clientes (Fama e Jensen, 1983a, Demsetz, 1983, Hart, 1983) e *iv*) sistema político/legal – define e estabelece algumas das regras que pautam a conduta dos gestores (administradores) (Jensen e Meckling, 1976, La Porta et al., 1998).

##### **4.5.1.1. O MERCADO DE TRABALHO**

O mercado de trabalho entra em jogo quando os interesses dos gestores (administradores) são de algum modo beneficiados na relação contratual (Fama, 1980, Jensen e Ruback, 1983). A presença de equipas diretivas dispostas a concorrer pelo controlo dos recursos empresariais, geridos de forma ineficiente, afasta os gestores (administradores) que não adotam as melhores políticas de investimento e incentiva os restantes à tomada das melhores decisões. É um mercado que protege o proprietário e desempenha um importante papel quando os restantes mecanismos de controlo empresarial são lentos ou inexistentes (Jensen, 1983). Para Douma e Schreuder (2002) um lugar de direção numa grande empresa propícia mais poder, prestígio, dinheiro e

satisfação quando comparada com as de menor dimensão, pelo que a disputa é maior entre diretivos que pretendem alcançar posição de destaque em grandes empresas.

#### 4.5.1.2. O MERCADO DE CAPITAL

O mercado de capital avalia as decisões das empresas cotadas em bolsa, constituindo um importante instrumento de controlo da ação dos gestores (administradores). Quanto mais eficiente se torna este mercado melhor é o controlo exercido (Melle, 1998). Scharfstein (1988) e Franks e Mayer (1996) sublinham que o controlo societário disciplina a atuação dos gestores (administradores) em benefício dos detentores de capital. Na mesma linha, Holl (1977) refere que os gestores (administradores) que não maximizam os rendimentos dos detentores de capital vêm o valor de mercado da empresa diminuir, sendo tentador para terceiros a compra de ações, originando o controlo por novos atores e a correção das políticas de gestão.

No entanto estes mecanismos de aquisição comportam alguns inconvenientes de que se destacam: *i*) os custos elevados que originam, pelo que a sua realização apenas é aconselhável nas empresas com dificuldades de atuação dos gestores (administradores); *ii*) o incremento dos custos de agência nomeadamente nas situações em que os gestores (administradores) proponentes estão dispostos a pagar um valor superior com o propósito de obterem benefícios privados; *iii*) a necessidade de um mercado de capitais e *iv*) a vulnerabilidade das aquisições hostis na medida em que a estas se opõem os *lobbies* dos diretivos (Melle, 1998).

O controlo exercido pelo mercado no governo da empresa americana é avaliado por Harford et al., (2008) para quem as estruturas mais débeis de gestão (administração) detêm níveis inferiores de *cash-flow*. As empresas com estruturas governativas mais fortes optam por uma política de distribuição de dividendos de longo prazo, enquanto as restantes preferem medidas mais flexíveis como seja a compra de ações próprias, não assumindo qualquer compromisso de efetuar pagamentos futuros.

#### **4.5.1.3. O MERCADO DE BENS E SERVIÇOS**

Referindo-se ao mercado de bens e serviços, Douma e Schreuder (2002) afirmam que quando a empresa atua numa envolvente concorrencial as forças do mercado impulsionam-na a ter por objetivo a maximização do valor. Para que este mecanismo de controlo seja eficaz, a estratégia a empreender consiste em aumentar o grau de concorrência nos diferentes mercados onde atua (Hart, 1983). De acordo com Schmidt (1997) um aumento de concorrência exerce contudo dois efeitos contraditórios sobre os incentivos dos gestores (administradores): *i*) por um lado, aumenta a probabilidade de liquidação da empresa, exercendo um efeito positivo na atuação da direção e *ii*) por outro, reduz os benefícios das empresas, constituindo um elemento inibidor dos esforços empreendidos pelos gestores (administradores).

#### **4.5.1.4. O SISTEMA LEGAL/POLÍTICO**

O último mecanismo de controlo externo, a relevância do sistema legal/político como elemento que condiciona e configura a eficácia do sistema financeiro de um país. La Porta et al., (1997, 1998, 2000, 2002) defendem que as diferenças de legislação e a qualidade da sua execução, entre países, configuram diferenças significativas no governo empresarial. Goergen e Renneboog (2008) referem que as empresas podem fazer uso de diferentes dispositivos contratuais, como sejam as fusões e aquisições além-fronteiras, para adotar as regras jurídicas que melhor sirvam os seus interesses.

O desenvolvimento do sistema legal/político e dos mecanismos anteriores é para Prowse (1995) imperfeito e o seu efeito sobre o comportamento dos gestores (administradores) é menor do que seria de esperar. Primeiro, porque as tomadas de controlo constituem um mecanismo dispendioso e pouco frequente. Segundo, o mercado de bens e serviços torna-se numa ameaça para os gestores (administradores) ineficientes, porém, pode não ter força suficiente para os impedir de se apropriarem da riqueza dos proprietários. Terceiro, o mercado de capitais inibe o comportamento diretivo nas empresas que têm

necessidade de recursos externos, embora naquelas cujo fluxo de caixa é elevado essa ação disciplinar seja diminuta.

A falta de eficiência patente nos diferentes mecanismos de supervisão, a interligação entre os mesmos e a ausência de um mecanismo considerado superior, aliada á necessidade de vários países reforçarem os mecanismos de controlo externo e interno, conduziu a que se criasse um ambiente propício ao desenvolvimento de diversos códigos de conduta ou de “bom governo” na empresa. Esta necessidade reforçada pela política de privatizações e venda de sociedades públicas, traduz-se num aumento considerável de proprietários com direito a exercer maior protagonismo na administração das empresas e no desenvolvimento de mecanismos de controlo interno.

#### **4.5.2. MECANISMOS DE CONTROLO INTERNOS**

Muitas organizações funcionam através de uma hierarquia ou cadeia de governo, a qual identifica os grupos que têm uma influência legítima sobre os propósitos da organização (Denis e McConnel, 2003). Nas empresas onde a separação entre propriedade e controlo é efetiva, os proprietários delegam no conselho de administração os direitos de decisão e controlo. Este, por sua vez, atribui aos diretivos a gestão (administração) da empresa para, posteriormente, em representação dos detentores de capital, supervisionar a atuação da equipe diretiva (Andrés et al., 2001). O governo da empresa faz apelo aos mecanismos internos a partir dos quais se pode limitar a discricionariiedade diretiva, tais como: *i*) a estrutura de propriedade na sua dupla vertente - concentração de propriedade (Shleifer e Vishny, 1986, Demsetz e Len, 1985) e participação dos gestores (administradores) no capital (Jensen e Meckling, 1976) -; *ii*) a composição do conselho de administração (Fama, 1980, Baysinger e Butler, 1985, Weisbach, 1988, Hermalin e Weisbach, 1991, Yermack, 1996); *iii*) a utilização da dívida; *iv*) os sistemas de remuneração (Mehran, 1995, Jensen e Murphy, 1990, Murphy, 1997) e *v*) a política de dividendos (Easterbrook, 1984, Hansen et al., 1994)<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> No Anexo 3 apresentam-se algumas das principais medidas que têm sido sugeridas pela literatura, bem como alguns dos estudos que os utilizaram.

#### 4.5.2.1. ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

A separação entre propriedade e controlo nas grandes empresas desencadeia motivações distintas entre proprietários e gestores (administradores). A propriedade da empresa condiciona a sua competitividade, na medida em que interfere diretamente na forma como são tomadas as decisões mais importantes (Salas, 2002). Os proprietários devem ser capazes de coordenar as ações e recolher a informação necessária que permita superar qualquer assimetria de informação e interferir nas decisões tomadas pelos gestores (administradores), orientando a responsabilidade dos mesmos para a maximização do valor (Riahi-Belkaoui, 1998). A revisão da literatura confirma que a estrutura de propriedade tem importantes implicações no governo da empresa e na sua rendibilidade (Short, 1994, Shleifer e Vishny, 1997). Permite também identificar como principais mecanismos de controlo a concentração e a natureza da propriedade (Demsetz e Lehn, 1985, Shleifer e Vishny, 1986, Leech e Leahy, 1991) bem como a participação dos gestores (administradores) na estrutura societária (acionista) (Stulz, 1988, Morck et al., 1988, McConnell e Servaes, 1990).

Para Galve e Salas (1993) a estrutura de propriedade pode analisar-se através de três variáveis: *i*) tipo de controlo exercido sobre a empresa que condiciona a composição da estrutura societária (acionista); *ii*) grau de concentração e *iii*) grupo institucional que exerce esse controlo.

O tipo de controlo exercido sobre a empresa através da presença de um grande proprietário pode ajudar a diminuir os custos de agência fruto do conflito entre proprietários e gestores (administradores) (Shleifer e Vishny, 1986, Hill e Snell, 1989, Andres, 2008). Como salientam Azofra e Santamaría (2002), nas organizações onde com facilidade são transferidos os títulos de propriedade sem perdas de valor e prevalece uma considerável dispersão de capital, os incentivos para controlar a ação dos diretivos são insuficientes. Pelo contrário, a presença de um proprietário maioritário, com capacidade para controlar e substituir os gestores (administradores), constitui um elemento inibidor de comportamentos oportunistas. Contudo, a presença de um grande proprietário comporta inconvenientes, especialmente, quando utiliza a influência que possui em proveito próprio, menosprezando os proprietários minoritários (Burkart e Panunzi, 2006).

O grau de concentração societária (acionista) é referido por Demsetz e Lehn (1985) identificando os fatores que o determinam: poder atrativo, dimensão, controlo potencial e a regulamentação. A concentração de propriedade mantém uma relação direta com o poder de atração da empresa, e inversa com a dimensão, a incerteza dos resultados e com a regulamentação. O tipo de controlo pode ser, segundo Fogelberg (1980, pp. 61), exercido de forma distinta: *i)* maioritário - maioria do capital na posse de um proprietário; *ii)* minoritário - um proprietário possui votos suficientes para controlar a empresa em benefício próprio; *iii)* conjunto - existe uma forte relação entre a minoria e a direção ou um controlo diretivo por parte da minoria ou *iv)* diretivo - a propriedade está tão dispersa que nenhum proprietário tem controlo suficiente para exercer influência nas decisões da empresa.

Outra questão importante prende-se com as características do proprietário que detém a maioria dos votos e a sua capacidade e incentivos para exercer uma função ativa de controlo. Pedersen e Thomsen (1997) num estudo realizado sobre grandes empresas europeias relativamente aos grupos ou entidades que exercem o controlo identificam: *i)* os investidores institucionais; *ii)* as entidades financeiras; *iii)* as empresas não financeiras; *iv)* o Governo e *v)* o proprietário individual e as famílias. Para os autores a participação destes grupos de proprietários no capital das empresas proporciona-lhes um conjunto de vantagens, a saber:

- i)* os investidores institucionais detêm investimentos em carteira e mantêm relações de longo prazo, com o objetivo da maximização do valor para os detentores de capital sendo os seus resultados avaliados em termos financeiros, pese o facto da sua reduzida participação no capital os impedir de interferir na gestão (administração);
- ii)* a participação das entidades financeiras na propriedade da empresa origina benefícios e privilégios que decorrem do acesso ao capital, à informação e outros serviços que estas entidades oferecem;
- iii)* os grupos de empresas permitem a transferência de conhecimentos e a redução de custos através de um maior controlo sobre as matérias-primas e produtos acabados;
- iv)* a participação do Governo na propriedade das empresas visa cobrir as necessidades de crédito, liquidez e custos de capital, satisfazendo mais os objetivos de natureza política do que os da rendibilidade;

v) o proprietário individual e a família estão associados ao exercício simultâneo do papel de proprietário e gestor (administrador), caracterizado por uma reduzida propensão ao risco e a uma análise muito cuidada dos investimentos realizados.

Nas nossas empresas, em particular nas PME's, o tipo de propriedade preponderante é a familiar, pelo que se torna necessário o seu estudo. As famílias possuem determinadas características de atuação que as tornam particularmente relevantes no exercício da supervisão. A concentração de propriedade e a capacidade de supervisão encontram-se mais relacionadas com as características dos proprietários do que com a natureza da própria empresa (Fernández et al., 1998).

A empresa assume características familiares quando obedece a um conjunto de requisitos (Cuesta, 2000). O primeiro é de carácter objetivo, relacionado com a concentração da propriedade da empresa (ou pelo menos a uma parte significativa) numa só pessoa ou num reduzido número de indivíduos ligados por laços de sangue que intervêm na sua gestão (administração). O segundo é subjetivo, ligado ao desejo de a propriedade e o controlo da empresa perdurarem no tempo e se transmitirem aos membros da família.

Há dois aspetos que individualizam os proprietários das empresas familiares: *i*) manter os interesses da família na supervisão da empresa a longo prazo e *ii*) preservar a sua reputação (Anderson e Reeb, 2002). O interesse da família em conservar a empresa, a longo prazo, torna a carteira de investimentos pouco diversificada e de risco reduzido, na medida em que a preocupação é transmiti-la aos sucessores. Casson (1999) refere que os familiares vêem a empresa como um ativo para legar aos seus descendentes e não como um património a consumir durante o seu curso de vida. A supervisão da empresa constitui uma preocupação permanente para as famílias que, deste modo, pretendem assegurar a maximização do seu valor.

Uma característica comum a este tipo de empresas traduz-se na participação dos familiares na gestão (administração) e no exercício, em muitas circunstâncias, de cargos de alta direção. Autores como Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983b) argumentam que a participação dos proprietários na gestão (administração) da empresa reduz significativamente o custo da assimetria de informação e os problemas de



agência. O envolvimento familiar na propriedade e direção do negócio confere à empresa uma maior eficiência (Cabrera e Santana, 2002).

A família, como estrutura de governo, apresenta vantagens quer a nível dos incentivos quer da supervisão (Andres, 2008). A nível dos incentivos, os membros com cargos de direção são estimulados a reconhecer, tanto a curto como a longo prazo, os efeitos das suas decisões sobre a riqueza familiar, assumindo a sobrevivência da empresa particular importância. As famílias empreendem investimentos de baixo risco e apresentam uma diversificação empresarial muito reduzida como forma de assegurar a sobrevivência da empresa. Privilegiam horizontes temporais longos, revelando vontade de intervir em projetos duradouros, ao contrário do que sucede nas empresas controladas por proprietários dispersos (Anderson e Reeb, 2002).

No que se refere à supervisão, a sobreposição das relações económicas e pessoais aumenta a eficiência da família para a levar a cabo (Galve, 2002). As famílias com percentagem elevada de propriedade exercem um controlo efetivo sobre a empresa, quando o principal proprietário ou um dos seus membros desempenha um papel de relevo na direção. Estas circunstâncias conferem à empresa familiar vantagens traduzidas na redução dos comportamentos oportunistas e dos custos de supervisão, tornando-a mais eficiente (Shleifer e Vishny, 1986).

Colocada a questão desta forma, a propriedade familiar permite uma convergência de interesses entre direção e os detentores de capital maximizando o valor da empresa – hipótese de convergência de interesses. Os incentivos da família para expropriar riqueza aos pequenos proprietários são menores dada a forte ligação entre a riqueza da família e o valor da empresa – as famílias têm fortes incentivos para supervisionar os colaboradores e criar, junto destes, lealdade a longo prazo (Anderson e Reeb, 2002). Wang (2006) realça, por um lado, que nestas empresas são praticamente inexistentes os incentivos que levam à prática de comportamentos oportunistas e, por outro, estimula a adoção de políticas de preservação da reputação familiar e do desempenho a longo prazo.

A natureza familiar destas empresas também comporta desvantagens. A oferta limitada de talentos na família e os problemas originados pela expropriação de riqueza aos pequenos proprietários são disso exemplo (Shleifer e Vishny, 1997 e Galve 2002, Andres 2008).

No que se refere ao mercado de talentos diretivos, a empresa encontra dificuldades em recrutar gestores (administradores) com base no mérito, constrangida que está pela necessidade de manter o controlo nas mãos do grupo familiar e de conservar a posição de direção (La Porta et al., 1999a). À medida que a atividade da empresa se torna mais complexa, acrescem as dificuldades no seio familiar em recrutar as capacidades necessárias a uma gestão (administração) eficiente (Galve, 2002). De facto Shleifer e Vishny (1997) lembram que um custo significativo imposto à empresa pelos proprietários resulta do exercício de cargos de direção para o qual não reúnem as competências ou capacidades necessárias. Estas circunstâncias colocam as famílias perante a necessidade de abertura ao exterior a fim de recrutar as pessoas qualificadas para o desempenho dessas funções.

Se a combinação de propriedade e controlo numa só pessoa pode reduzir os custos de agência, como já foi referido, origina também um excessivo protagonismo no desempenho das funções de direção, determinando outro tipo de problemas. Quando um proprietário detém uma quantidade significativa de ações, os problemas de agência são reduzidos, mas não eliminados, na medida em que pode usar em benefício próprio o seu poder de voto. Se a propriedade e o poder estão distribuídos de forma assimétrica levam o principal detentor de capital a maximizar a sua função de utilidade e a tomar decisões que não têm em conta o interesse comum adotando comportamentos oportunistas que visam expropriar os proprietários minoritários (Galve 2002, Andres, 2008). Subjacente a este raciocínio está o argumento segundo o qual a concentração de propriedade incentiva os grandes proprietários controladores a expropriarem riqueza aos restantes (Fama e Jensen, 1983b, Shleifer e Vishny, 1997). A propriedade privada, em particular a familiar, potencializa o problema pelo facto dos direitos de propriedade e de autoridade formal se combinarem com o *status* familiar e com a resistência à incorporação de mudanças empresariais.

Por último importa analisar o papel que a equipa diretiva (gestores (administradores) e membros do conselho de administração) desempenha na estrutura societária (acionista) da empresa. Esta participação pode originar comportamentos contraditórios: por um lado a convergência de interesses com os detentores de capital e, por outro, distanciar-se deste propósito para obter benefícios próprios (Jensen e Meckling, 1976, Fama e Jensen, 1983b). De acordo com a formulação da convergência de interesses, o valor de mercado e os resultados melhoram com a concentração de propriedade nas mãos dos

gestores (administradores). Neste sentido Jensen e Meckling (1976) afirmam que o desvio da maximização da riqueza dos proprietários origina custos que tendem a diminuir com a participação dos gestores (administradores) no capital sendo, por isso, menos propensos a delapidar a riqueza empresarial ao suportarem parte desses custos. Demsetz (1983) opõe-se a esta visão, afirmando que a posse de uma parte significativa do capital da empresa, por parte dos gestores (administradores), lhes confere poder de voto e manutenção do posto de trabalho, potencializando, deste modo, comportamentos contraditórios ao da maximização do valor.

Apoiando-nos no facto de a propriedade detida constituir uma forte motivação para que os diretivos maximizem o valor da empresa e para reduzir as políticas de investimento ineficientes, podemos afirmar que a criação de valor é maior quando os gestores (administradores) tomam parte no capital. No entanto, esta participação pode comportar algumas limitações. Por um lado, um diretivo que não esteja predisposto a correr riscos, toma decisões que nem sempre maximizam o valor da empresa, embora limitem o risco, em particular quando parte da sua riqueza está ligada ao rendimento desta. Por outro lado, o maior poder de voto detido pelos diretivos condiciona a supervisão dos restantes proprietários e do mercado, permitindo comportamentos oportunistas (Fernández et al., 1999).

#### **4.5.2.2. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO**

O conselho de administração configura-se como um vértice do sistema de controlo interno da empresa, constituindo um elemento chave no estudo do governo desta, para além de ter como função nomear e exonerar o diretor geral e fixar a sua remuneração, como referem Hermalin e Weisbach (1991) e Chatterjee e Harrison (2001). O conselho de administração tem como objetivo, entre outros, orientar a organização e defender os interesses dos detentores de capital através do controlo dos gestores (administradores), atuando como órgão intermédio entre proprietários e equipa diretiva (Salas, 2002). Como principal mecanismo interno de resolução de conflitos de agência dentro da empresa, este órgão centra a sua atenção na supervisão do comportamento da equipa diretiva (Baysinger e Bulter, 1985, Hermalin e Weisbach, 1991, Jensen, 1993).

Nos últimos anos a literatura tem feito eco da crescente relevância do conselho de administração, a qual resulta não apenas da importância que assume na estrutura de governo, mas também porque no âmbito estratégico constitui um elemento determinante das decisões empresariais. Com efeito, Jackson (1992) afirma que a importância do conselho de administração da empresa assemelha-se à da equipa diretiva na medida em que participa na definição das decisões estratégicas, mas, como referem Fama e Jensen (1983b), diferencia-se pelo facto do conselho não participar na sua implementação.

Os trabalhos empíricos realizados sobre o conselho de administração agrupam-se em torno das seguintes preocupações: *i*) estudo da relação entre as características do conselho (composição e dimensão) e a rentabilidade da empresa; *ii*) análise do seu funcionamento e *iii*) inventariação dos fatores que interferem na sua estrutura e na evolução ao longo do tempo (Hermalin e Weisbach, 2003). Para Zahra e Pearce (1989) os fatores que influenciam a estrutura deste órgão de supervisão são: a *composição*, *dimensão*, *estrutura* e *processos*. A relevância destes fatores merece uma breve análise das suas principais características.

Quanto à *composição* do conselho de administração distinguem-se dois grupos: conselheiros internos e externos, e dentro destes últimos diferentes categorias. Os internos caracterizam-se por desempenharem simultaneamente funções de conselheiros e tarefas de direção; os externos limitam-se à função de conselheiros – não são executivos (Dalton et al., 1998). Um conselho de administração composto maioritariamente por conselheiros externos desempenha de forma mais eficiente a função supervisora. Os conselheiros internos, por sua vez, podem dar um maior contributo com o seu conhecimento e experiência, no entanto, têm limitações acrescidas para supervisionar os gestores (administradores) que atuam em benefício próprio e não maximizam o valor da empresa (Westphal, 1999). Aos conselheiros externos é atribuída maior independência e capacidade para controlar e avaliar a direção, defendendo com maior determinação os interesses dos proprietários (Fama, 1980, Rechner et al., 1993). Podem, por sua vez, ser agrupados em duas categorias: *i*) independentes - não se encontram vinculados com a propriedade da empresa e são selecionados pela competência e prestígio profissional e *ii*) “comprometidos” - não sendo gestores (administradores) têm um vínculo pessoal ou profissional com a empresa, impedindo-os de cumprir com independência as funções de supervisão e controlo (Daily et al., 2007).

Outro fator que condiciona a eficiência deste órgão é a *dimensão*. A dimensão do conselho – medida pelo número de conselheiros – pode interferir com o desempenho da tarefa de supervisão. Esta influência tanto pode ser positiva como negativa. Positiva porque quanto maior for o número de conselheiros maior é a pluralidade de opiniões e a capacidade para o exercício da supervisão (Pearce e Zahra, 1992). Contudo, pode também desempenhar uma ação negativa, na medida em que o aumento da sua dimensão o torna menos eficaz, dadas as dificuldades em coordenar os seus membros e de disciplinar a direção (Jensen, 1993). Acresce ainda que a dimensão tem uma relação negativa com o valor da empresa evidenciada em vários trabalhos empíricos (Yermack, 1996, Fernández et al., 1998, Azofra et al., 1999).

Tem vindo também a assumir importância o estudo sobre a *estrutura* e o *processo* da tomada de decisão no conselho (Gabrielsson e Winlund, 2000). A *estrutura* do conselho indica o modo como este se organiza em comissões para agilizar a sua atividade (John e Senbet, 1998). O seu estudo tem em conta as seguintes variáveis: o número e o tipo de comissões, o número dos seus membros e o fluxo informativo entre as comissões e a liderança do conselho (Zahra e Pearce, 1989). Estas comissões procuram especializar os seus membros nas diversas tarefas (comissão executiva, auditoria, estratégia, remunerações, etc.), colocando-se porém um problema de coordenação (Kesner, 1988, Klein, 1998). Na estrutura do conselho assume ainda relevância a coincidência (ou não) numa mesma pessoa do cargo de presidente com o de responsável executivo da empresa (Shivdasani e Wermack, 1999). Esta simultaneidade de papéis na mesma pessoa leva à concentração de poder e à tomada de decisões em benefício próprio e em prejuízo dos detentores de capital (Coles et al., 2001). O *processo* diz respeito ao modo com as decisões são tomadas (Zahra e Pearce, 1989, Pettigrew 1992). Esta dimensão caracteriza-se por variáveis como: frequência e duração das reuniões, forma de comunicação, nível de consenso entre os conselheiros, formalidade dos procedimentos e dos processos de autoavaliação (Vijay e Subhash, 2007).

Para além dos fatores já enunciados são ainda de referir: os antecedentes dos seus membros (tais como a idade, a formação, capacidades e experiência) e os outros que transcendendo as características individuais, projetam a personalidade do mesmo, como por exemplo, o estilo ou o modo de funcionamento (Pettigrew, 1992, Forbes e Milliken, 1999). A personalidade do conselho reflete a disposição do mesmo em enfrentar os problemas internos *versus* externos e a sua independência face à direção (Pearce, 1983).

O exposto anteriormente permite-nos afirmar que o controlo mais efetivo da equipa diretiva decorre da presença de conselheiros independentes. Em alternativa, outra forma de governo passa pela concentração de propriedade num pequeno grupo de proprietários, tornando desnecessária a figura de conselheiro independente. Esta opção, porém, pode originar um novo conflito de interesses entre os proprietários maioritários e os minoritários, tornando-se a presença de conselheiros independentes uma garantia da defesa dos interesses destes últimos (Salas, 2002).

Nas empresas familiares os conselheiros independentes encontram dificuldades em cumprir as suas obrigações por circunstâncias diversas (Salas, 2002). Primeiro, não possuem uma participação direta na empresa, pelo que a criação de valor não se repercute diretamente na sua riqueza pessoal para além de terem de suportar um custo associado ao tempo destinado à supervisão. Segundo, em muitas circunstâncias os conselheiros externos devem o seu cargo à equipa diretiva, dependendo desta a sua continuidade. A nomeação de conselheiros independentes nestas empresas está muitas vezes condicionada por laços pessoais com a família e pela expectativa do apoio prestado à direção nas grandes decisões, de tal forma que a sua independência se encontra comprometida (Chen e Jaggi, 2000).

#### **4.5.2.3. O ENDIVIDAMENTO**

O controlo empresarial pode exercer-se não só a partir do poder que confere a propriedade, mas também através dos direitos associados ao financiamento externo. Quanto maior e mais concentrada for a posição devedora, maiores incentivos têm os credores para controlar a gestão (administração) empresarial. Por sua vez, a supervisão exercida pelo banco sobre a empresa será tanto maior quanto maior for a dificuldade sentida por esta em obter recursos alternativos.

De forma semelhante aos grandes proprietários, os grandes credores detêm importantes investimentos na empresa que devem ser remunerados. O seu poder advém, por um lado, da diversidade de direitos de controlo que detêm quando a empresa não cumpre com o contratualmente estabelecido e, por outro, as instituições bancárias concedem crédito a curto prazo obrigando as empresas a renegociações periódicas e frequentes

dos mesmos. Aliado ao poder que a posição de credor lhes confere, em muitos países os bancos detêm partes significativas da estrutura societária (acionista) ou intervêm como mandatários de outros investidores concedendo-lhes um poder acrescido.

Uma das principais vantagens atribuídas ao controlo exercido pelas instituições bancárias, na qualidade de grandes credores, está na redução dos problemas de informação. Esta questão ganha relevância na medida em que a realização de projetos viáveis pode ficar comprometida na presença de assimetrias de informação (Myers e Majluf, 1984). Os autores referem ainda uma menor dependência dos investimentos face ao *free cash-flow*<sup>13</sup> para as empresas que estabelecem relações estritas com as entidades bancárias. Contudo, pesem as vantagens assinaladas, este tipo de relação tem custos associados que advêm do facto de a empresa ficar refém do banco, levando-a a diversificar as suas relações junto de outras instituições ou a recorrer ao mercado de capitais (Hoshi et al., 1990a).

A relação bancária tem vários protagonistas (bancos, gestores (administradores) e detentores de capital), com propósitos distintos e nem sempre coincidentes, o que contribui para o seu enfraquecimento e para a diminuição da dependência bancária. Os bancos, como credores, não participam nos resultados gerados pelo bom desempenho da empresa (a não ser que participem no capital) e limitam o risco de crédito através dos montantes concedidos. Os proprietários que prosseguem o propósito de maximizar o valor da empresa entram em conflito com as instituições de crédito devido às políticas conservadoras de investimento que protagonizam, quando delas depende o controlo da empresa (Hart, 1995). A redução da dependência bancária, como forma de atenuar este tipo de problemas, origina em muitas circunstâncias restrições de liquidez. Por último, os gestores (administradores) preferem ter um controlo maior sobre as decisões da empresa do que aquele que os bancos estão dispostos a conceder, contribuindo também para a diminuição desta dependência.

Empiricamente Hoshi et al., (1993) observam que quanto maior é o *free cash-flow* da empresa, maior é o incentivo dos proprietários e dos gestores (administradores) para reduzir a dependência face às entidades bancárias e ao controlo por estas exercido. Os autores analisam ainda empresas que diminuem a dependência bancária em

---

<sup>13</sup> Jensen (1986) define *free cash flow* como um recurso excedentário não utilizado na realização de projetos com *VAL* positivo, avaliados à taxa de rendibilidade exigida pelos acionistas e recusada pelos administradores.

contrapartida do reforço da dívida pública e constatam que aquelas que obtêm rendimentos elevados, bem como as de rendimentos mais baixos mas participadas de forma significativa pelos diretivos, diminuem a dependência bancária. A principal razão relaciona-se com a natureza do financiamento bancário estar associada a uma significativa supervisão (com os custos inerentes), que empresas com bons rendimentos e oportunidades de investimento não estão dispostas a suportar.

Contudo, a diminuição dos empréstimos bancários e a maior utilização do mercado da dívida nem sempre constitui uma boa solução, nomeadamente, quando a empresa tem dificuldade em renegociar a dívida, pondo em causa a continuidade da sua atividade (Bolton e Scharfstein, 1996). A dificuldade de renegociar a dívida pública e a grande dispersão de credores explicam o reduzido recurso ao mercado de capitais em alguns países desenvolvidos (Mayer, 1990).

Apesar das vantagens atribuídas à menor dependência bancária, a evidência internacional realça o papel supervisor dos grandes credores e o efeito positivo no valor da empresa. A título de exemplo, Gorton e Schmid (2000) num estudo realizado na Alemanha mostram que a participação dos bancos melhora os rendimentos das empresas e a apetência em participar no capital é maior que a dos restantes proprietários.

O papel supervisor exercido pelos grandes credores e proprietários encontra-se condicionado pelos direitos legais que detêm. Na Alemanha e no Japão, o poder dos bancos nas empresas é muito significativo na medida em que: detêm uma grande percentagem de ações, participam no conselho de administração, desempenham importante papel como credores e atuam num sistema legal que lhes é particularmente favorável (Yasuda, 2007). Contudo, noutros países nomeadamente de tradição anglo-saxónica o governo dos bancos é menos efetivo (Barca, 1998).

#### **4.5.2.4. SISTEMAS DE REMUNERAÇÃO DOS DIRETIVOS**

Face a uma eventual atuação dos gestores (administradores) contrária aos interesses dos detentores de capital, estes últimos, procuram oferecer contrapartidas contratuais para



atenuar os efeitos negativos da discricionariedade diretiva, especialmente ao mais alto nível. Os acordos entre proprietários e gestores (administradores) não são facilmente observáveis, reportando-se uma boa parte a contratos implícitos onde a reputação, a confiança e a preocupação pela carreira profissional, desempenham, sem dúvida, um papel importante.

Os contratos de incentivos têm por objetivo estabelecer um vínculo *a priori* entre os interesses dos diretivos e a criação de valor para a empresa. Estes podem assumir diferentes modalidades que vão desde a vinculação aos rendimentos da empresa (avaliados em termos contabilísticos ou de mercado), à propriedade de ações, às opções sobre ações passando pela ameaça de perda do posto de trabalho (Jensen e Meckling, 1976, Fama, 1980).

a) Contratos que vinculam a remuneração com a criação de valor

Alguns trabalhos (Benston, 1985, Kaplan, 1994, Mehran, 1995) estabelecem uma relação positiva entre a remuneração dos gestores (administradores) e o rendimento da empresa, reforçando a hipótese de uma completa separação entre propriedade e controlo.

A remuneração dos gestores (administradores) contempla, em muitas circunstâncias, uma componente fixa e outra variável, estabelecida a partir dos rendimentos gerados. Porém esta componente levanta algumas questões, a saber (Byrd et al., 1998):

- dificuldade em identificar as medidas de rendimento mais adequadas, dado o proprietário desconhecer *a priori* os propósitos do gestor (administrador);
- a recompensa *a posteriori* é menos efetiva à medida que os gestores (administradores) se aproximam da idade da reforma;
- o carácter de aversão ao risco, por parte dos gestores (administradores), leva-os a preferirem uma remuneração sem risco, traduzida num salário fixo.

Vincular a remuneração diretiva ao preço das ações pode ser uma medida imperfeita para avaliar a atuação dos gestores (administradores), na medida em que conta com uma excessiva componente aleatória. Como alternativa, a inclusão de informação contabilística na remuneração dos gestores (administradores) permite reduzir a incerteza associada aos preços das ações, protegendo-os das flutuações do valor da empresa às

quais são alheios. Isto explica, segundo Sloan (1993), a utilização crescente da informação contabilística como indexante nos sistemas de incentivos. Porém, não está isenta de críticas, na medida em que um sistema remuneratório, estabelecido apenas em elementos contabilísticos, conduz à manipulação das medidas de rendimento por parte dos gestores (administradores) e à focalização da atenção em determinadas atividades da empresa (por ex: se a remuneração é em função dos proveitos, o gestor (administrador) irá incrementar as vendas, sem se preocupar com a rendibilidade). Acresce o facto de os elementos contabilísticos se reportarem a situações passadas, não constituindo a melhor medida para aferir o valor criado por novos investimentos.

b) Contratos através da propriedade de ações ou de opções sobre ações

Os gestores (administradores) estão predispostos a celebrar contratos que contemplam uma componente fixa e outra variável sempre que a expectativa da evolução dos preços das ações lhes seja favorável (Murphy, 1997). Yermack (1996) refere que os gestores (administradores) recebem opções sobre ações nos momentos que antecedem o anúncio de resultados, sugerindo que estas não podem ser consideradas como um incentivo, mas como uma forma de obter benefícios individuais. As opções sobre ações podem constituir um mecanismo de remuneração para que os gestores (administradores) atuem de forma a assegurar os objetivos de longo prazo da empresa, o bem-estar dos trabalhadores e dos detentores de capital. No entanto, os sistemas de remuneração baseados em ações ou opções sobre ações comportam riscos, nomeadamente quando se assiste a uma descida generalizada e contínua do valor das ações no mercado de capitais (Cuervo 2002).

c) Perda do posto de trabalho quando os gestores (administradores) não criam valor

Outro mecanismo de controlo passa por associar a manutenção do posto de trabalho do gestor (administrador) aos resultados da empresa, contudo os estudos realizados não permitem conclusões definitivas. Jensen e Murphy (1990) estudam a associação entre a perda do posto de trabalho e os rendimentos da empresa e dão nota de uma relação negativa entre as mesmas. No mesmo sentido, autores como Warner et al., (1998) sustentam que a probabilidade do gestor (administrador) perder o posto de trabalho

aumenta significativamente com o fraco desempenho da empresa, aferido pelo valor das ações do ano anterior.

#### 4.5.2.5. POLÍTICA DE DIVIDENDOS

A partir da argumentação de Miller e Modigliani (1961) sobre a irrelevância da política de dividendos no processo de valorização empresarial, muitas têm sido as correntes que têm procurado explicar o seu papel em mercados de capitais imperfeitos. Uma vasta literatura (Jensen, 1986, Hansen et al., 1994, Smith, 1986, entre outros) refere a importância da política de dividendos na resolução de conflitos de interesses no seio das organizações empresariais. As análises têm-se centrado tradicionalmente nos conflitos que surgem entre proprietários e gestores (administradores) e no papel dos dividendos como processo de supervisão dos mercados à luz da teoria da agência. Como refere Easterbrook (1984) com a política de dividendos reduzem-se os custos de agência associados à direção, supervisionando a atuação diretiva e facilitando a atuação controladora do mercado. Esta abordagem assume que a política de dividendos serve para aliviar o conflito entre proprietários e gestores (administradores). A partir do artigo de Jensen (1986) este conflito desempenhou um importante papel nos estudos da política de dividendos, dado que a partir deste trabalho se propõe este mecanismo como uma solução do problema do *free cash flow*.

As particularidades que as PME's encerram, levam-nas a adotar medidas de retenção de resultados para melhorar os seus rácios de endividamento, dotando-as de melhores condições ao solicitar financiamento alheio. De igual modo, estarão mais predispostas a recorrerem ao autofinanciamento, pelo facto de uma política mais restritiva de dividendos lhes permitir dispor dos meios líquidos necessários e estarem sujeitas, em maior grau, às consequências das imperfeições do mercado (López Garcia et al., 1999).

#### **4.6. O EFEITO DO GOVERNO DA EMPRESA NO DESEMPENHO EMPRESARIAL**

O trabalho realizado por Denis e McConnel (2003) refere que o estudo da relação entre o governo da empresa e o desempenho tem-se desenrolado em torno de duas grandes correntes de investigação: *i*) uma preocupada com as variáveis relacionadas com a estrutura de propriedade e *ii*) outra realçando os aspetos mais institucionais como sejam os ligados ao conselho de administração e ao diretor geral.

##### **4.6.1. A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE**

Os estudos relacionados com a estrutura de propriedade empresarial têm centrado a sua análise principalmente na concentração de propriedade, na identidade do principal proprietário e na participação dos gestores (administradores) na estrutura societária (acionista).

###### **4.6.1.1. A CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E O DESEMPENHO**

Esta secção tem por propósito identificar as condicionantes da concentração de propriedade e de que modo, esta, condiciona o desempenho empresarial.

###### **4.6.1.1.1. DETERMINANTES DA CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE**

A concentração de propriedade está associada aos benefícios privados obtidos pelo proprietário maioritário e à proteção concedida pelos sistemas legais ao proprietário minoritário.

*i) Concentração de propriedade e benefícios privados*

A concentração de propriedade, num reduzido número de proprietários, está muito ligada à obtenção de benefícios privados, pese o facto de o risco envolvido ser mais elevado. Parigi e Pelizzon (2004) afirmam que uma grande concentração de propriedade origina um aumento do risco, visto uma maior fração da riqueza do proprietário passar a ter o mesmo destino que o rendimento da empresa.

Johnson et al., (2000) referem-se à transferência de ativos e de proveitos da empresa para o principal proprietário sob a forma de benefícios privados. Nesta linha, Atanasov (2001) realça que esta transferência se efetua segundo duas perspetivas distintas: a financeira e a operacional. A primeira ocorre quando há alterações na estrutura de capital que originam: *i)* a “liquidação” dos proprietários minoritários, por exemplo, reduzindo o seu peso relativo face a aumentos de capital ou *ii)* a aquisição, por um montante inferior ao valor de mercado da parte detida pelos proprietários minoritários. A segunda decorre da atividade normal da empresa, permitindo ao proprietário controlador usufruir de benefícios privados, fruto das relações preferenciais estabelecidas com alguns fornecedores dos quais obtém comissões e donativos utilizados em proveito próprio (Filatotchev e Mickiewicz, 2001). Entre estas duas formas de expropriação, a primeira é a mais penalizadora para os proprietários minoritários, pois a valorização futura da empresa não é partilhada por todos equitativamente, daí que em diversos países se desenvolvam mecanismos de proteção legal inibindo este tipo de práticas. Contudo, a expropriação ligada à atividade operacional, sendo mais difícil de controlar, continua a ter alguma relevância (Gilson e Gordon, 2003).

A expropriação de benefícios privados anda, em muitas circunstâncias, associada a deficiências institucionais e uma incorreta clarificação de direitos e deveres dos gestores (administradores) perante os detentores de capital. A obtenção destes benefícios, por parte de quem controla a empresa, constitui um forte incentivo ao reforço da supervisão e à redução dos problemas de agência entre proprietários e gestores (administradores). Estão assim criadas as condições para uma maior centralização do poder e para a apropriação de benefícios privados. Desta forma os rendimentos dos proprietários minoritários estão fortemente condicionados pelo grau de concentração da propriedade (Gilson e Gordon, 2003). Oh et al., (2004) reforça esta ideia num estudo em que

compara os benefícios de controlo, o aumento na participação do capital e as alterações nos órgãos de gestão (administração), afirmando que o domínio da gestão (administração) proporciona mais benefícios do que a posse da empresa.

Os trabalhos que se têm ocupado com o estudo dos benefícios privados utilizam uma dupla abordagem. Uma centra a sua análise nos preços das ações adquiridas diretamente pelos acionistas maioritários, comparando-os com os das ações transacionadas no mercado (Gregoric e Vespro, 2003, Oh et al., 2004). Outra, na análise do valor das ações preferenciais versus ações ordinárias (Gregoric e Vespro, 2003, Doidge et al., 2006). Contudo, um conjunto de fatores circunstanciais (regulamentos contratuais, normas privadas, variáveis de risco, pressão tributária, ...) converge para que o proprietário maioritário obtenha benefícios privados. A constatação deste facto leva Berglöf (1997) a referir que mais importante que promulgar leis de proteção dos proprietários minoritários é fazê-las cumprir.

#### *ii) Proteção legal do proprietário minoritário*

É nos países com reduzida proteção legal dos direitos dos detentores de capital minoritários que a concentração de propriedade é mais elevada (La Porta et al., 1997). Esta constatação está intimamente associada ao sistema legal dominante – sistema anglo-saxónico (direito comum) ou sistema continental (direito civil) – garantindo o primeiro uma maior proteção dos proprietários. Assim, a concentração de propriedade encontra-se relacionada diretamente com a ineficiente proteção dos proprietários minoritários (Franks et al., 2006).

A reduzida proteção legal do investidor associada à política de governo da empresa, levam a que o preço de venda das ações se mantenha baixo, constituindo um forte estímulo aos elevados níveis de concentração e remetendo, para plano secundário, o papel desempenhado pelo mercado de capitais (La Porta et al, 2000).

Se bem que um conjunto de autores defenda o desenvolvimento de mecanismos legais capazes de promover estruturas de capital descentralizadas, outros advogam que a propriedade deve manter-se centralizada. Com o intuito de estudar esta problemática, Jandik e Rennie (2004) realizam, para a República da Checa, um trabalho sobre o sistema legal, a proteção de investidores minoritários e a concentração de propriedade e dão conta de uma clara vantagem do proprietário maioritário no desempenho empresarial.

Por seu lado Edward e Weichenrieder (2004) avaliam, num conjunto de 158 empresas alemãs, os efeitos positivos/negativos para o proprietário minoritário que resultam da presença de um proprietário maioritário. Referem que os efeitos positivos (benefícios comuns aumentam, fruto da redução dos problemas principal/agente) superam os negativos (obtenção de benefícios privados), pelo que a concentração de propriedade se traduz num benefício para o proprietário minoritário.

A importância das fusões transfronteiriças no nível de proteção que as empresas proporcionam aos seus investidores é avaliada por Bris et al., (2008). Os autores, tomando uma amostra de 7.330 empresas (39 sectores de atividade em 41 países) para o período de 1990 a 2001, concluem que o valor de mercado da empresa adquirida aumenta com a proteção proporcionada aos detentores de capital e com as práticas de gestão (administração). A transparência contabilística que decorre do processo de fusão desempenha também um impacto positivo no valor da empresa, na medida em que promovem a proteção dos investidores (Martynova e Renneboog, 2008).

A influência das determinantes políticas na concentração de propriedade é abordada por Roe (1990) quando refere que esta é condicionada por inúmeros fatores que se prendem com questões como: a propriedade, a dimensão, os aumentos de capital, etc.

#### **4.6.1.1.2. CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E DESEMPENHO**

A relação entre a concentração de propriedade e desempenho foi estudada pela primeira vez por Berle e Means (1932) constatando existir uma relação inversa entre a dispersão do capital e o desempenho. Complementando esta posição Demsetz (1983) argumenta que a estrutura de propriedade deve resultar essencialmente das decisões endógenas dos detentores de capital. A estrutura de propriedade, dispersa ou concentrada, deve cumprir com o propósito da maximização do valor societário (acionista), de tal forma que não existe *a priori* uma relação sistemática entre as variações da estrutura de propriedade e do desempenho empresarial.

Num trabalho posterior Demsetz e Villalonga (2001) referem a ausência de uma relação significativa entre a concentração de propriedade e o desempenho da empresa, em

resultado do controlo exercido pelo mercado que, pese o facto de não ser perfeito, leva a empresa a adotar as estruturas mais eficientes. Referem ainda que se a concentração de propriedade resultar do controlo exercido por mercados perfeitos, se elimina qualquer relação sistemática entre desempenho da empresa e a concentração de propriedade. A existir alguma relação, a concentração de propriedade modificar-se-ia no sentido necessário (concentração ou dispersão) para maximizar o valor dos detentores de capital.

Os estudos empíricos realizados não permitem conclusões definitivas sobre o impacto da concentração da propriedade no desempenho, porque nesta relação coexistem efeitos contraditórios; se por um lado a concentração de propriedade permite uma maior supervisão e um incremento do benefício comum, por outro, possibilita, a um reduzido número de proprietários, obter benefícios privados (Holderness, 2003, Thomsen, 2005).

Num estudo realizado sobre empresas indianas, Kumar (2004) afirma que a participação do principal proprietário acima dos 15% condiciona os resultados destas; só a partir deste montante o proprietário está suficientemente motivado para controlar e suportar os respetivos custos. A concentração de propriedade aliada à natureza do principal proprietário foi objeto de estudo para Weiss e Nikitin (2001) que afirmam existir uma relação positiva entre a concentração de propriedade e os resultados para as empresas detidas maioritariamente por capital externo, contrariamente ao que sucede com a participação de fundos de investimento ou entidades estatais. No mesmo sentido vai o trabalho de Pivovarsky (2003) que realça a relação positiva estabelecida entre os resultados da empresa e a participação de bancos e/ou capital estrangeiro na estrutura societária (acionista). Num estudo realizado em 22 países em vias de desenvolvimento, Boubakri et al., (2005a) com uma amostra de 81 bancos, mostram que a relação existente entre concentração de propriedade e desempenho se encontra condicionada não só pela identidade do proprietário controlador, mas também, que esta (identidade) afeta a relação entre o desempenho e o risco.

A influência da concentração de propriedade no valor de mercado é avaliada por FÜRST e Kang (2000) que estabelecem uma relação positiva entre a concentração de propriedade e o valor da empresa. Em sentido oposto Boubakri et al., (2005b) afirmam que o proprietário controlador se empenha na supervisão da empresa disposto a extrair benefícios privados, condicionando negativamente o valor desta no mercado. Na mesma



linha Minguez-Vera e Martin-Uego (2007) dão conta de uma relação negativa entre o controlo exercido pelo proprietário maioritário e o valor da empresa.

Finalmente, outros estudos estabelecem a relação entre a concentração de propriedade e os resultados, a partir de outras variáveis: a proteção dos proprietários minoritários (Bolbol et al., 2004, Boubakri et al., 2005b), o aumento ou a diminuição da atividade comercial e a idade do principal gerente (administrador) (Angelucci et al., 2002).

#### **4.6.1.2. A IDENTIDADE DO PROPRIETÁRIO E O DESEMPENHO**

Na literatura sobre estrutura de propriedade, a identidade do accionista apresenta-se como outra variável com influência no desempenho empresarial. Neste sentido, Agrawal e Mandelker (1990) sustentam a ideia proposta por Shleifer e Vishny (1986) para quem a prevalência de grandes proprietários permite um maior controlo da direção e uma melhoria de desempenho, especialmente quando a concentração de propriedade se faz nos investidores institucionais. Mas esta evidência empírica não é concludente; por um lado McConnel e Servaes (1990), Prowse (1990) e Chaganti e Damanpour (1991) dão conta do efeito positivo exercido pelo controlo das instituições, por outro Franks e Mayer (1996), Cronqvist e Nilsson (2003), Franks et al., (2006) não encontram qualquer relação significativa com o valor da empresa. Em sentido oposto Rajan (1992), Hoshi et al., (1993), Wiblin e Wood (1999) referem que a concentração institucional tem efeitos negativos no desempenho empresarial como resultado dos benefícios privados obtidos e da expropriação de riqueza aos restantes investidores.

Quando a natureza do principal proprietário é uma pessoa física ou um grupo familiar, a evidência empírica continua a revelar dificuldades na avaliação do impacto desta no desempenho. Cronqvist e Nilsson (2003) referem que a presença deste tipo de proprietário tem efeitos negativos sobre o desempenho da empresa, já Renneboog (2000) defende que a posse de participações significativas de capital, por investidores individuais ou famílias, permite um controlo mais eficaz com efeitos positivos ao nível do desempenho empresarial. Nesta linha, Andres (2008) com base em 275 empresas alemãs cotadas em bolsa, refere que as empresas familiares têm um melhor desempenho, nomeadamente quando o seu fundador detém uma participação ativa na

gestão (administração) da mesma. Se as famílias desempenham apenas o papel de grandes proprietários o desempenho das suas empresas não se distingue das restantes.

#### **4.6.1.3. A PROPRIEDADE INTERNA E O DESEMPENHO**

Por fim, como mecanismo de supervisão da estrutura de propriedade, surge a participação dos gestores (administradores) no capital social da empresa. Jensen e Meckling (1976) partindo do trabalho de Berle e Means (1932), propõem a hipótese de “convergência de interesses”, referindo que a propensão do gestor (administrador) em cumprir com o propósito da maximização do valor da empresa é diretamente proporcional à propriedade detida. No entanto, Demsetz (1983) e Fama e Jensen (1983b) argumentam que, embora a disciplina do mercado garanta a maximização do valor para baixos níveis de propriedade, o comportamento oportunista dos gestores (administradores) origina perdas nos níveis mais elevados. Nestes, o comportamento oportunista dos gestores (administradores), aliado a uma reduzida probabilidade de aquisição externa, torna-os praticamente imunes à supervisão (Stulz, 1988). Enquanto o estudo de Jensen e Meckling (1976) prevê uma relação linear e positiva entre o valor da empresa e a propriedade interna, os restantes autores levantam dúvidas relativamente a esta questão, afirmando que a relação a existir será fraca e não linear.

Pesem as divergências verificadas entre os vários estudos, começa a reunir consenso a ideia de que o valor da empresa é maior para os baixos níveis de propriedade interna (disciplina de mercado), diminuindo para os níveis intermédios (comportamento oportunista) e finalmente aumenta a partir do nível crítico de propriedade (convergência de interesses).

Demsetz e Lehn (1985) realizaram o primeiro de um conjunto de estudos em que analisam esta questão e, através de um modelo linear, afirmam que a rendibilidade da empresa é independente da propriedade interna detida. Este mesmo resultado é validado por Himmelberg et al., (1999) num estudo realizado para 600 empresas americanas no período 1982-84 e por Lee e Ryu (2003) num estudo sobre o mercado coreano.

Pelo contrário, Morck et al., (1988), Short e Keasey (1999) documentam uma relação não linear. O último estudo mostra que o valor da empresa aumenta inicialmente com a propriedade interna, diminui ao longo de um intervalo intermédio e aumenta novamente

para além dum valor crítico de propriedade. Estes estudos divergem quanto aos montantes da propriedade interna que asseguram a convergência de interesses com os restantes detentores de capital. Embora os resultados de Morck et al., (1988) para 500 grandes empresas sugiram um alinhamento de interesses para níveis abaixo dos 5% e acima dos 25 %, os níveis correspondentes no trabalho de Short e Keasey (1999) para empresas do Reino Unido são 12 e 40%, respetivamente. As diferenças institucionais e de governo de empresa verificadas entre os Estados Unidos e o Reino Unido são referidas como as principais causas das discrepâncias observadas. Por sua vez McConnel e Servaes (1990), contrapõem-se aos resultados de Morck et al., (1988) dando conta de uma relação quadrática e da ausência de relação inversa no intervalo 5-25% de propriedade interna. Validando parte dos resultados anteriores, Bhabra (2007) num estudo realizado na Nova Zelândia sustenta a ideia de que a relação entre a propriedade interna e o desempenho empresarial não é linear.

Ao contrário dos estudos anteriores, Lee e Ryu (2003) dão conta de uma relação positiva entre a propriedade detida pelos gestores (administradores) e o valor da empresa. Esta conclusão é consistente com o facto de os gestores (administradores) terem acesso a informação privilegiada, pelo que, a aquisição de ações da própria empresa, é um sinal transmitido ao mercado sobre a melhoria verificada nos rendimentos, dificilmente observável pelos agentes externos. Desta forma, a posse de capital, por parte dos gestores (administradores), está associada a um valor mais elevado da empresa.

Miguel et al., (2004) analisam vários países (EUA, Reino Unido, Austrália, Japão, Alemanha e Espanha) com diferentes estruturas de governo de empresa e concluem que a relação entre propriedade interna e valor da empresa é significativamente condicionada pela natureza daquelas. Os sistemas de governo vigente em cada país têm um impacto significativo na relação entre a propriedade interna e o valor da empresa. Este trabalho e as conclusões contraditórias (nomeadamente entre os EUA e o Reino Unido) sugerem que na abordagem desta questão se deve dar particular atenção às diferenças verificadas entre países.

#### 4.6.2. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, DIRETOR GERAL E O DESEMPENHO

A maior parte dos estudos sobre o conselho de administração tem centrado a análise na influência da dimensão e da composição do conselho, bem como na dualidade de poderes do diretor geral sobre os resultados da empresa (Huse, 2000). Zahra (1996) refere que mais de metade da investigação realizada sobre o conselho de administração utiliza a teoria da agência como referência teórica. Analisados que foram os atributos do conselho de administração (*composição, características demográficas, estruturas e processos*) na secção 4.5.2.2. importa agora avaliar a importância destes e do diretor geral nos resultados empresariais.

A investigação neste campo tem dado atenção à *composição* do conselho e ao seu impacto nos resultados empresariais, destacando como variáveis de estudo a dimensão - aferida pelo número de conselheiros - e a natureza - estabelecida pela relação entre conselheiros internos e externos (Gabrielsson e Winlud, 2000). Contudo, não há unanimidade nos trabalhos quanto à influência destas variáveis nos resultados. Se um conjunto muito significativo de trabalhos (Eisenberg et al., 1998, Wiblin e Wood, 1999, Andrés et al., 2001, Kim et al., 2001, entre outros) refere uma relação positiva entre a dimensão e os resultados ou o valor da empresa; outros dão conta de uma relação não linear, mencionando que a dimensão do conselho exerce um efeito positivo nos resultados até determinado ponto, a partir do qual tem um efeito neutro (Yermack, 1996) ou mesmo negativo (Fernández et al., 1999). Relativamente à natureza dos conselheiros, os trabalhos empíricos revelam resultados contraditórios quanto à sua influência no desempenho empresarial. Rosenstein e Wyatt (1990) assinalam uma relação positiva entre o número de conselheiros externos e o valor de mercado da empresa, enquanto outros (Hermalin e Weisbach, 1991, Mehran, 1995, Klein, 1998, Bhagat e Black, 2002) não encontram relações significativas entre a percentagem de conselheiros externos e a rentabilidade ou valor de mercado da empresa. Nesta linha Fernández et al., (1998) estabelecem uma relação positiva entre a presença de conselheiros externos e o valor de mercado, sendo esta relação não linear, de tal forma que o valor de mercado tende a diminuir para uma participação de conselheiros externos superior a dois terços.

Entre os trabalhos pioneiros que analisaram as *características demográficas* dos conselheiros e os resultados da empresa destacam-se os de Vance (1978), Pearce (1983) ou Norburn (1986). Estes autores salientam que as diferentes capacidades, conhecimentos e experiência dos conselheiros têm influência nos resultados do conselho e este no desempenho da empresa. No entanto, a investigação que pretende estabelecer uma relação direta entre as características demográficas e a rendibilidade tem obtido resultados ambíguos. Por exemplo, relativamente à antiguidade dos conselheiros, Hermalin e Weisbach (1991) afirmam que a maior permanência dos conselheiros no cargo está associada a um maior valor da empresa, conclusão que é refutada por Wiblin e Wood (1999) ao constatarem uma relação negativa.

Quanto à *estrutura* do conselho e aos efeitos que esta exerce nos resultados, pouco se conhece (Huse, 2000). Um dos aspetos que tem merecido a atenção dos investigadores (Rechner e Dalton, 1989, Rechner e Dalton, 1991, Donaldson e Davis, 1991, Baliga et al., 1996, Kanagaretnam et al., 2007, Bhagat e Bolton, 2008) refere-se à relação estabelecida entre a estrutura de liderança (dualidade de poder) e os resultados. Rechner e Dalton (1991) estudam a relação entre a estrutura dual e os resultados da empresa e concluem que as empresas onde a figura de diretor geral e de presidente do conselho são independentes (dualidade) melhoram a rendibilidades (operacional e financeira). Por sua vez, Rechner e Dalton (1989) analisam os efeitos da dualidade de poder no valor de mercado e não obtêm diferenças significativas. Pelo contrário, Donaldson e Davis (1991) referem que a rendibilidade operacional da empresa é superior nas situações em que a figura do diretor geral e presidente coincidem na mesma pessoa.

O efeito da criação de comissões especializadas no conselho é outra variável objeto de estudo no âmbito do governo empresarial e reporta-se ao modo como os conselheiros se devem envolver nos objetivos da empresa através da participação nas diferentes comissões (Gabrielsson e Winlund, 2000). Entre os trabalhos que analisam esta problemática, Klein (1998) avalia o efeito das comissões especializadas e o papel dos conselheiros na eficiência do conselho, propondo uma estrutura formada por comissões quando a especialização do trabalho contribua para o reforço da produtividade. A autora refere ainda que existe uma relação positiva entre a participação de conselheiros internos nas comissões de investimento e financiamento e os resultados empresariais.

A importância dos *processos* na tomada de decisão no seio do conselho é objeto de estudo de vários autores (Pettigrew, 1992, Huse e Eide, 1996, Forbes e Milliken, 1999),

contudo a análise empírica revela-se muito limitada. Para Zahra e Pearce (1989) o bom funcionamento do conselho tem um efeito positivo nos resultados da empresa. As regras ou normas que regem o seu funcionamento constituem peças importantes pelo efeito positivo que exercem na comunicação entre conselheiros (Smith et al., 1994). Para Demb e Neubaer (1992), a formalidade dos processos na tomada de decisão engloba as rotinas organizativas (agenda do conselho, as regras e procedimentos das reuniões, a divisão de trabalho, etc.), a frequência e duração das reuniões.

A influência do diretor geral no governo da empresa é avaliada pelo papel desempenhado no sistema de controlo interno, nomeadamente ao nível da estrutura de liderança, da participação na estrutura societária (acionista) e do sistema de retribuição. A relação entre os dois primeiros (estrutura de liderança e participação na estrutura acionista) e os resultados foram objeto de análise em pontos anteriores.

O interesse no estudo do sistema de retribuição dos diretivos resulta da associação que se pode estabelecer entre as variações de riqueza dos gestores (administradores) e a riqueza dos proprietários. Se esta relação é alta, pode referir-se que há um alinhamento de interesses e uma utilização eficiente da discricionariedade diretiva. O trabalho de Ortín e Salas (1997) procura dar resposta a estas questões analisando os laços que se estabelecem entre a retribuição dos diretivos e os proveitos da empresa, obtendo uma relação positiva e significativa. Num trabalho posterior, Coles et al., (2001) analisam os resultados da empresa em função do tipo de retribuição (fixo ou variável) não assinalando qualquer relação significativa. Li et al., (2007) estudam, para um conjunto de empresas chinesas, a relação entre a remuneração dos gestores (administradores) e o sistema de governo e concluem não existir qualquer relação entre as variáveis.

Uma outra vertente de estudo, mais relacionada com a direção estratégica e sistemas organizacionais, introduz na análise as variáveis demográficas, profissionais, experiência profissional, a idade, a antiguidade, o nível de formação e o papel das mesmas no resultado empresarial (Wiersema e Bantel, 1992). Relativamente à antiguidade na empresa, Miller (1991) considera que há uma relação curvilínea entre esta e os resultados; numa primeira fase em crescendo, vindo a diminuir posteriormente. Como causas refer a maior rigidez e o menor compromisso da direção em se adaptar à envolvente. No que diz respeito à experiência profissional da direção, constata-se uma relação positiva com os resultados, dado o enriquecimento profissional ao longo da vida constituir um fator determinante no desempenho das tarefas (Cooper et al., 1994).

A Tabela 4.2 sintetiza alguns dos trabalhos que avaliam o impacto do governo da empresa no desempenho empresarial e os resultados obtidos.

Tabela 4.2: Impacto do governo da empresa no desempenho.

<i>Estudo</i>	<i>Variável</i>	<i>Resultados</i>
McConnel e Servaes (1990)	Identidade do proprietário	O controlo institucional tem um efeito positivo no desempenho
Prowse (1990)	Identidade do proprietário	O controlo institucional tem um efeito positivo no desempenho
Rosenstein e Wyatt (1990)	Natureza dos conselheiros	Relação positiva entre o número de conselheiros externos e o valor da empresa
Rajan (1992)	Identidade do proprietário	A concentração institucional tem efeito negativo no desempenho
Hoshi et al., (1993)	Identidade do proprietário	A concentração institucional tem efeito negativo no desempenho
Franks e Mayer (1996)	Identidade proprietário	Não existe relação significativa com o valor da empresa
Yermack (1996)	Dimensão do conselho de administração	Relação não linear, com um efeito positivo até determinado valor, a partir do qual tem efeito neutro
Eisenberg et al., (1998)	Dimensão do conselho de administração	Relação positiva entre a dimensão do conselho e o valor da empresa
Wiblin e Wood (1999)	Identidade do proprietário	A concentração institucional tem efeito negativo no desempenho
Fernández et al., (1999)	Dimensão do conselho de administração	Relação negativa entre a dimensão do conselho e valor da empresa
Kim et al., (2001)	Dimensão do conselho de administração	Relação positiva entre a dimensão do conselho e o valor da empresa
Bhagat e Black (2002)	Natureza dos conselheiros	Não há evidência de relação significativa entre a natureza dos conselheiros e o valor da empresa
Lee e Ruy (2003)	Propriedade interna	Relação não linear entre a propriedade interna e desempenho
Kumar (2004)	Concentração da propriedade	A participação acima de 15% condiciona positivamente o desempenho

#### **4.7. RESUMO E CONCLUSÃO**

Tendo por referência a teoria da agência, é possível vislumbrar a crescente importância dos diversos mecanismos de governo (externos e internos), a interligação entre os mesmos, a dificuldade em hierarquizá-los, pelo que estamos perante um tema em aberto. Entre os mecanismos de controlo têm vindo assumir relevância os de carácter interno, destacando-se, entre estes, a estrutura de propriedade. Os trabalhos realizados neste âmbito têm dedicado a sua análise à concentração da propriedade e à participação dos gestores (administradores) no capital social da empresa, não sendo possível reunir consenso sobre o seu impacto no desempenho, dada a existência de efeitos contraditórios.



## **CAPÍTULO 5**

# **RELAÇÃO BANCÁRIA, GOVERNO DA EMPRESA E DESEMPENHO**



## 5.1. INTRODUÇÃO

A relação entre o sistema bancário e o governo das empresas suscita interesse crescente no âmbito das finanças empresariais, dado o poder que as instituições de crédito possuem para financiar as empresas por vias distintas: participando no capital (com riscos acrescidos e uma forte vinculação à empresa) ou concedendo crédito (menor risco e vinculação).

Estas relações, no contexto português, apresentam características formais muito semelhantes ao sistema continental: reduzido número de bancos a concentrar uma parte significativa de ativos e créditos concedidos, algumas participações empresariais elevadas e mecanismos de mercado pouco desenvolvidos. Observa-se uma ligeira tendência para a incorporação de soluções de mercado, com o desenvolvimento de novos instrumentos financeiros (futuros e opções), a participação de empresas no mercado de valores e uma maior atividade de fusões e aquisições. Pese esta tendência, é difícil em Portugal encontrar um mercado de valores ativo como o que se verifica nos países anglo-saxónicos, tendo em conta o reduzido número de empresas cotadas em bolsa, as limitações na transferência de ações e as restrições impostas ao exercício de controlo.

No tecido empresarial verifica-se um aumento progressivo na dimensão das empresas, ocasionando um incremento do número de proprietários e uma separação entre a propriedade e o controlo.

As características do sistema empresarial português levam os bancos a desempenhar um importante papel, como credores, na estrutura financeira das empresas, atendendo a que:

- i)* contribui para reduzir ou eliminar os custos de agência;
- ii)* pode desempenhar um papel decisivo nas relações de longo prazo num contexto de informação incompleta e
- iii)* permite ao banco diversificar os seus investimentos e oferecer uma combinação rendibilidade/risco mais atrativa.

No entanto, a relação bancária tem vindo a ganhar nova dinâmica com a participação das entidades financeiras no capital social das empresas. Esta participação confere-lhes direitos na tomada de decisões em outros sectores de atividade e uma presença mais relevante (negócios induzidos, acesso a um maior volume de informação, manutenção de barreiras à entrada, etc.) extravasando o tradicional papel de intermediário financeiro. Não obstante, comporta desvantagens: acumulação excessiva de riscos, conflito de interesses, mecanismos de controlo artificiais, sectores de atividade com excessiva capacidade produtiva, etc.

O maior envolvimento nos resultados empresariais que o papel de credor e proprietário confere à instituição de crédito pode conduzi-la a acumular riscos excessivos, quer económicos (que resultam da excessiva acumulação de créditos) quer estratégicos (que decorrem do papel de avalista das atividades da empresa). A acumulação de poder da banca junto das empresas não financeiras pode ocasionar conflitos de interesses na tomada de decisão, nomeadamente, quando o gestor (administrador) atua no duplo papel de administrador do banco e da empresa.

Para a empresa participada, a presença no capital social da banca permite: *i*) uma visão de longo prazo facilitando aos gestores (administradores) a tomada de decisões; *ii*) aceder a maior volume de crédito; *iii*) estabelecer relações duradouras com os mercados financeiros; *iv*) aumentar a eficiência da empresa via investimentos em I&D; *v*) substituir os gestores (administradores) incapazes com maior rapidez e *vi*) implementar soluções menos traumáticas, em situação de crise empresarial, com o recurso à reestruturação. Entre os inconvenientes salientam-se: *i*) o conflito de interesses entre a entidade financeira e a empresa participada; *ii*) a procura de fontes de financiamento alternativas e mais eficientes está limitada ao consentimento do banco e *iii*) uma gestão menos agressiva da empresa, na medida em que dispõe de recursos financeiros suficientes (Hill e Snell, 1988).

Neste capítulo o estudo da relação entre o sistema bancário e o governo da empresa, contemplará os diferentes papéis que o banco pode desempenhar. Neste sentido, dá-se ênfase ao papel do banco como credor, como proprietário e no duplo papel de credor e proprietário. Contempla-se ainda o efeito da participação bancária no desempenho e no risco empresarial, procurando compreender as suas motivações e, por fim, o resumo e conclusão.

## 5.2. O BANCO COMO CREDOR

É vasta a literatura sobre o papel relacional que as entidades financeiras têm como credoras no governo da empresa. Este sistema de relações, centrado nos bancos, pode ser a forma mais adequada de canalizar a poupança privada para as oportunidades rendíveis de investimento quando o mercado de ativos financeiros não funciona de forma eficiente. Isto ocorre, em particular, nos sistemas legais herdados do direito francês, onde este mercado carece de níveis adequados de transparência. Apresenta-se como o sistema adequado quando a viabilidade dos projetos tem associado um certo grau de incerteza, criando a necessidade por parte dos credores, de uma certa flexibilidade e visão de longo prazo (Petersen e Rajan, 1994).

As empresas sujeitas a maior assimetria de informação privilegiam as relações anteriores com os seus credores assegurando, deste modo, financiamento futuro. Um conjunto de trabalhos recentes (Drucker e Puri, 2005, Yasuda, 2005, Ljungqvist et al., 2006, Bharath et al., 2007) avalia a importância das relações bancárias nas condições futuras de financiamento, realçando a relação positiva e significativa estabelecida entre elas.

Para que o sistema de financiamento funcione corretamente deverá ter em conta:

- i)* a atividade supervisora e de recolha de informação pela instituição de crédito no decorrer da relação com a empresa. Este facto exerce um efeito positivo quando a entidade financeira concede recursos à empresa para realizar os seus projetos. Porém, a ausência da correta avaliação, coloca obstáculos acrescidos ao financiamento fora da relação;
- ii)* o monopólio de informação gerado durante a relação de crédito. O financiamento relacional necessita que a informação gerada ao longo do tempo entre o credor e a empresa seja propriedade do primeiro e não observável nem transmissível a terceiros. Sob esta premissa, o credor dispõe de uma posição de monopólio informativo que será útil para repor, no futuro, as perdas suportadas nas etapas iniciais.

O papel desempenhado pela dívida bancária permite às empresas não só executar os seus projetos de investimento, bem como disciplinar a gestão (administração)

empresarial. A assimetria de informação origina constrangimentos no financiamento sob a forma de racionamento de crédito (Stiglitz e Weiss, 1981). A procura excessiva de recursos financeiros leva a que os ajustamentos entre a oferta e a procura sejam feitos, preferencialmente, via quantidade e não via preço. Justifica-se pelo facto de a subida da taxa de juro induzir a empresa a realizar projetos de risco mais elevado ocasionando, em muitas circunstâncias, limitações de crédito. Desta forma, as relações bancárias contribuem para reduzir os problemas de assimetria de informação e a empresa realizar os seus projetos de investimento.

No entanto, à relação bancária estão associados determinados custos. Rajan (1992) refere que existe uma relação entre a dívida bancária e a independência da empresa. Por um lado, o banco no seu papel supervisor toma as suas decisões com base na informação recolhida e dá indicações ao mercado da evolução da empresa, por outro, pode extrair benefícios privados condicionando, desta forma, o seu desempenho. Isto é, através da aquisição de informação, o banco adquire poder negocial sobre os resultados empresariais.

Os estudos empíricos sobre as consequências do financiamento bancário têm revelado que, apesar do risco de abuso de poder que decorre do monopólio informativo, o financiamento bancário constitui um instrumento efetivo de governo (Weinstein e Yafeh, 1998). A dívida bancária, ao contrário de outro tipo de endividamento, tem associada um papel de supervisão exercido pelas entidades bancárias. James e Wier (1987) dão conta dos resultados obtidos para os Estados Unidos, onde a qualidade dos projetos e o financiamento por endividamento bancário levam o mercado de capitais a reagir melhor face a qualquer outro tipo de financiamento.

Bolton e Scharfstein (1996) exploram o impacto da estrutura financeira da empresa na renegociação da dívida, argumentando que a estrutura desta se encontra condicionada pelos vários efeitos da relação bancária. Em primeiro lugar, as relações múltiplas são um obstáculo para os gestores (administradores) definirem as suas estratégias de financiamento. Em segundo lugar, perante problemas de liquidez, a manutenção de relações multilaterais torna-se penosa, na medida em que reduz o valor esperado da liquidação dos ativos. Para os autores a estrutura ótima do endividamento depende das características da empresa e o valor da liquidação diminui quando mais de dois credores estão envolvidos. Significa isto que, para as empresas com complementaridade de ativos e riscos reduzidos, a situação ótima é a que contempla apenas dois credores. Por sua

vez, quando um comprador externo atribui um valor elevado aos ativos da empresa, as relações bilaterais beneficiam-na porque permitem maximizar o valor de liquidação.

Bris e Welch (2005) argumentam que as relações multilaterais enfraquecem o poder negocial dos credores, por dificuldade de reunir consensos e pelos custos de *free-riding*. Desta forma uma empresa com relações multilaterais garante, desde logo, uma maior capacidade negocial em caso de dificuldades financeiras futuras, constituindo o número de credores um sinal de saúde financeira transmitido ao mercado.

Os trabalhos de Carletti (2004) e Carletti et al., (2007) analisam o impacto do número de relações bancárias como incentivo para os bancos acompanharem a atividade das empresas. Carletti (2004) refere que nem sempre os dados empíricos estão em consonância com o referido pela teoria relativamente ao “*hold-up problem*” e ao “*soft budget constraint problems*”. Argumenta que as empresas podem beneficiar do crédito de dois bancos como meio de reduzir a intensidade de acompanhamento exercida por apenas um. Desta forma, o financiamento de dois bancos reduz o controlo exercido, não assegurando, no entanto, uma redução de taxa de juro. Carletti et al., (2007) analisam os incentivos do banco para financiar uma empresa quando esta tem vários credores e há necessidade de supervisionar a sua atividade, concluindo que estes estímulos diminuem com o aumento do número de instituições financeiras.

Contudo, os estudos sobre o impacto das relações bancárias no desempenho empresarial dão resultados contraditórios. Weinstein e Yafeh (1998) afirmam que uma relação bancária estrita não tem qualquer influência na rendibilidade e no crescimento da empresa. Os autores consideram que este tipo de relação leva a taxas de juro mais elevadas e impõem constrangimentos ao investimento, dado que os bancos são mais adversos ao risco que os detentores de capital. Kang e Stulz (2000) com base numa amostra de empresas japonesas referem que as relações bancárias facilitam o investimento e incrementam o valor societário, resultados que contradizem estudos anteriores realizados sobre empresas americanas. Degryse e Ongena (2001), para empresas cotadas na bolsa norueguesa, afirmam que as relações bilaterais dão origem a um incremento de vendas e rendibilidade.

Um vasto conjunto de trabalhos tem investigado o papel do relacionamento bancário nas condições de conceção de crédito nomeadamente no custo, nas garantias e na disponibilidade. Degryse e Ongena (2007) proporcionam uma análise detalhada destes estudos e as Tabelas 5.1.A e 5.1.B apresentam uma síntese desses trabalhos.

O impacto do número de relações e da duração sobre o custo do crédito apresentam resultados mistos, sugerindo que as empresas europeias pagam taxas de juro mais elevadas que as suas congéneres americanas. A generalidade dos estudos dá conta de uma relação negativa entre a taxa de juro e o número de serviços bancários. Predomina também a ideia de que a redução do número de bancos (ou o aumento da duração) diminui as garantias exigidas e aumenta a disponibilidade de crédito.

Tabela 5.1.A: Impacto das relações bancárias no Custo, Garantias e Disponibilidade de crédito.

Fonte: Adaptado de Degryse e Ongema (2007)

Estudo	País	Fonte	Ano	Num. Obs.	Dim	Custo	Gara	Disp
Ferri e Messori (2000)	Itália	CCR	1992	33.808	Med.	1		
Degryse et al. (2000)	Bélgica	1 Banc	1997	17.419	Peq.	2	X	
Ewert et al., (2000)	Alemanha	5 Banc	1996	682	Med.	3		
Mallet e Sem (2001)	Canadá	CFIB	1997	2.409	Peq.	1		
Lehmann e Neuberger (2001)	Alemanha	Survey	1997	318	Med.	2	X	X
Cosci e Meliciani (2002)	Itália	1 Banc	1997	393	Peq.	4		X
Streb et al., (2002)	Argentina	CDSF	1999	8.548		5		X
Repetto et al., (2002)	Chile	SBIF	90/98	20.000		6		X
Elsas e Krahnem (2002)	Alemanha	5 Banc	1996	472	M/G		X	
Bodenhorn (2003)	EUA	Banco	1855	2.616	Peq.	1	X	
Hao (2003)	EUA	LPC	88/99	948	Gran.	7	X	
Ziane (2003)	França	Survey	2001	244	Peq.	2	X	
Lehmann et al.,(2004)	Alemanha	Survey	1997	267	Med.	2	X	
Degryse e Ongema (2005)	Bélgica	1 Banc	1997	15.044	Peq.	2		
Hernandez Mart (2006)	Espanha	Survey	99/00	184	Peq.	9		
Kano et al., (2006)	Japão	SFE	2002	1.960		1	X	X
Chakraborty e Hu (2006)	EUA	NSSBF	1993	983	Peq.	3	X	
Berger et al., (2007)	EUA	NSSBF	1993	520	Peq	10		
Brick e Palia (2007)	EUA	NSSBF	1993	766	Peq.	10		
Menkhoff et al.,(2006)	Tailândia	9 Banc	92/96	4.161	Gran.	1	X	
Menkhoff e Suwanaporn (2007)	Tailândia	9 Banc	92/96	4.161		1		X
Qian e Strahan (2007)	57 Países	LPC	80/04	3.608	Gran.	8		
Bharath et al., (2007)	EUA	LPC	86/01	9.709	Gran.	7		



Tabela 5.1.B: Identificação de custos.

1 Taxa de juro do empréstimo	2 Taxa de juro até à próxima revisão
3 Linha de crédito – FIBOR	4 Juros/ Passivo total
5 Taxa de juro de descoberto bancário	6 Taxa de juro paga
7 LIBOR + comissões	8 Taxa de juro efetiva
9 Taxa de juro interbancária	10 Linha de crédito – Prime rate

As empresas podem satisfazer a suas necessidades de financiamento recorrendo quer à dívida bancária quer à dívida pública, pese o facto de esta última estar vedada à maioria das PME's. A análise comparativa permite identificar algumas vantagens e desvantagens inerentes a cada uma das formas de financiamento.

Como vantagens da dívida bancária relativamente à dívida pública, há a referir:

- i) a dívida bancária é flexível, dado que os contratos de empréstimo conferem à instituição de crédito mecanismos que permitem renegociá-los ou proceder ao cancelamento quando os acordos são violados, aumentando a eficiência da contratação financeira (Berlin e Mester, 1992, Bolton e Freixas, 2000). A instituição bancária é um credor acessível no momento de renegociar a dívida, facto particularmente valorizado pelas empresas em dificuldades financeiras (Berlin e Loeys, 1988);
- ii) o empréstimo bancário reduz os custos de agência, uma vez que a dívida bancária é considerada como “dívida interna”, dando ao credor acesso a informação sobre os processos de decisão que dificilmente seriam tornados públicos (Fama, 1985). Os bancos geralmente têm transações repetidas com os seus clientes empresariais ao longo de muitos e diferentes serviços bancários. Os empréstimos bancários são tipicamente de curto prazo, obrigando os bancos a fazer avaliações periódicas da solvabilidade dos seus clientes. Os bancos credores são relativamente poucos, sendo incentivados a envolverem-se mais na recolha de informação e acompanhamento, reduzindo, deste modo, o problema de *free-rider* inerente à dívida pública. Os credores podem dividir as tarefas de acompanhamento entre si evitando, desta forma, a sua duplicação (Rajan, 1992, Diamond, 1984);
- iii) os bancos credores podem exercer controlo sobre as decisões de investimento e endividamento das empresas. Os direitos de controlo resultantes dos acordos de

crédito, articulados com uma melhor informação e supervisão eficaz, reduzem a seleção adversa e/ou o risco moral associados ao financiamento externo (Diamond, 1984, Berlin e Loeys, 1988);

- iv) o anúncio de um novo empréstimo ou a renovação de um já existente (ao contrário do empréstimo de dívida pública), por parte da empresa, tem um efeito significativamente positivo na rentabilidade das suas ações, indicando a eficiência e o reforço do papel dos bancos e o efeito da assimetria de informação (Lumner e McConel, 1989, Byers et al., 2008).

Por outro lado, dessa comparação também ressaltam desvantagens:

- i) a dívida bancária normalmente tem associados custos de intermediação mais elevados resultantes do acompanhamento, das comissões bancárias, dos custos de agência e de delegação (Diamond, 1991, Berlin e Loeys, 1988). Esta é a razão pela qual as empresas com maior credibilidade se financiam através de dívida pública (Blackwell e Kidwell, 1988). A dívida bancária tem custos de agência mais baixos mas custos de transação potencialmente mais elevados, resultantes de economias de escala na emissão de dívida pública. Desta forma, as empresas financiam-se com dívida pública quando os seus custos de transação são inferiores aos custos de agência que este tipo de financiamento origina;
- ii) o controlo por parte dos bancos pode condicionar os incentivos ao investimento das empresas clientes, visto que:
- a. A dependência exclusiva da dívida de curto prazo pode tornar-se mais onerosa, porque as decisões de renovação e de liquidação serão dominadas pelos bancos (Diamond, 1991);
  - b. A informação adquirida pelo banco ao longo da relação pode criar um monopólio informacional ou um “*hold-up problem*” na medida em que a empresa se torne refém de um único credor (Sharpe, 1990 e Rajan, 1992). O financiamento com dívida pública ou através de múltiplas relações bancárias diminui o “*hold-up problem*” (Rajan, 1992, Hoshi et al., 1993, Bolton e Scharfstein, 1996).

### **5.3. O BANCO COMO PROPRIETÁRIO**

A presença das entidades financeiras no capital social das empresas está intimamente associada ao modelo de gestão (administração) empresarial prevalecente. Como já foi referido, nos países anglo-saxónicos esta presença é minoritária, em oposição ao modelo continental onde as entidades bancárias estão significativamente representadas no capital das empresas. Esta característica resulta do forte vínculo que aquelas mantêm com as empresas, não só pelo financiamento, como também pela presença no capital social das mesmas. Neste contexto, faz sentido analisar a participação destas entidades no capital das empresas que nos últimos anos tem ganho relevância crescente.

Este fenómeno é também condicionado pelas alterações verificadas no sector financeiro bem como por um aumento de concorrência entre instituições, que na procura de alternativas para os seus investimentos assumem, cada vez mais, o papel de proprietários, sobretudo nas empresas de maior dimensão.

A revisão da literatura permite identificar alguns trabalhos que analisam a participação destas entidades na estrutura de propriedade das empresas. Cuervo-Cazurra (1999), por exemplo, refere que a presença de um banco como principal detentor de capital reduz a rendibilidade operacional da empresa, enquanto Zoido (1998) não identifica qualquer influência. Para Casasola e Tribo (2003) a presença de uma entidade financeira no capital social da empresa não é necessariamente prejudicial para a rendibilidade desta, dependendo da composição da estrutura de propriedade, pois, se a entidade de crédito participa no capital com proprietários de natureza distinta (estrutura heterogénea), a rendibilidade da empresa aumenta. Este raciocínio baseia-se no facto de uma coligação entre proprietários heterogéneos obrigar a negociações entre os agentes com propósitos distintos, estimulando a concorrência pelo controlo da empresa. Isto limita o estabelecimento de acordos entre si, protege os interesses dos detentores de capital minoritário e traduz-se num benefício para a empresa. Pelo contrário, quando a entidade de crédito participa em estruturas de capital homogénea, a convergência de interesses estimula a captação de parte dos benefícios dos proprietários minoritários, condicionando negativamente o desempenho empresarial.

A presença de grandes proprietários no capital da empresa origina um duplo efeito sobre a criação de valor para os proprietários. Por um lado, gera um *efeito de negociação* que é positivo (os grandes proprietários têm de reunir consensos para tomar decisões), na medida em que os interesses divergentes os impedem de funcionarem como bloco, diminuindo o seu poder negocial aos minoritários. Como resultado, a apropriação de rendimentos pelos detentores de capital maioritário, através da obtenção de benefícios privados é dificultada, revertendo para a empresa um maior valor. Por outro lado, existe um *efeito de desacordo* (dificuldade em reunir consenso entre detentores de capital maioritário) responsável pela não realização de projetos viáveis, traduzindo-se numa destruição de valor para a empresa (Gomes e Novaes, 1999).

Deste modo, os proprietários maioritários têm interesse em participar em estruturas homogéneas, onde se verifiquem convergência de interesses, para poderem, por um lado, “expropriar” os minoritários e obter benefícios privados e, por outro, reunirem consensos relativamente à realização de projetos com viabilidade. Estes propósitos são apelativos a uma participação maioritária para as entidades bancárias. Estas, com a sua participação nas empresas, esperam obter um conjunto de benefícios, nomeadamente através de novos negócios (conceção de crédito, venda de produtos financeiros, ...) em condições particularmente vantajosas, expropriando os proprietários minoritários.

Um outro aspecto prende-se com o número de instituições financeiras que participam no capital da empresa. Quando este aumenta, emerge um efeito negociador (*bargaining effect*) limitativo das estratégias de expropriação dos proprietários minoritários (Gomes e Novaes, 2005). Este efeito explica-se pela dificuldade acrescida em alcançar acordos entre os proprietários quando o seu número aumenta, funcionando como instância de bloqueio às iniciativas de expropriação.

Utilizando dados de vários países Li et al., (2006) analisam o impacto dos fatores institucionais na participação dos bancos no capital das empresas. Consideram que os países com forte proteção aos pequenos investidores e eficaz aplicação da lei dificultam a expropriação de benefícios aos pequenos por parte dos grandes detentores de capital. Os resultados obtidos permitem afirmar que existe um *trade-off* entre os benefícios e os custos que decorre da atividade de acompanhamento e controlo enquanto proprietários. Em ambientes de forte proteção dos pequenos proprietários, os custos de controlo são reduzidos e o acompanhamento institucional elevado.

A Tabela 5.2 faculta um resumo de alguns trabalhos sobre o impacto da participação bancária no capital social das empresas merecedor de algumas reflexões.

Tabela 5.2: Impacto da participação bancária no capital social da empresa.

Fonte: Adaptado de Degryse et al., (2007)

<b>Estudo</b>	<b>País</b>	<b>Ano</b>	<b>Num. Obs.</b>	<b>Medida Desempenho</b>	<b>Impacto Variáv. Dependente</b>
Hoshi et al., (1990b)	Japão	78/85	125	Investimento, Vendas	Não significativo
Gibson (1995)	Japão	1992	1.355	Investimento	Não significativo
Garcia-Marco e Ocana (1999)	Espanha	91/94	129	Disponibilidade crédito	Positiva
Morck e Nakamura (1999)	Japão	81/87	383	Várias variáveis	Não significativo
Gorton e Schmid (2000)	Alemanha	75/86	280	Valor de mercado	Positivo
Lehmann e Weigand (2000)	Alemanha	91/96	361	ROA	Positivo e significativo
Edwards e Nibler (2000)	Alemanha	1992	156	Valor de mercado	Positivo e significativo
Morck et al., (2000)	Japão	1986	373	Q Tobin's	Negativo
Franks e Mayer (2001)	Alemanha	80/94	75	Rotação dos gestores (admin.)	Positivo e significativo
Agarwall e Elston (2001)	Alemanha	70/86	1.660	R.Oper/Vendas; Custo crédito Disp. crédito	Não significativo Positivo e significativo Negativo e significativo
Limpaphayom e Polwitoon (2004)	Tailândia	90/96	1.340	Q Tobin's	Positivo
Pawlina e Renneboog (2005)	Reino Unido	92/98	985	Sensibilidade investimento ao cash-flow	Negativa e significativo
Van Overfelt et al., (2006)	Bélgica	1905-1909	566	Valor de mercado, ROA	Não significativo
Meyer e Prilmeier (2006)	Alemanha	97/06	92	Várias variáveis	Positivo

Morck et al., (2000) analisam a relação entre a estrutura de capital e o valor da empresa japonesa dando conta de uma relação não linear entre a participação dos bancos no capital das empresas e o valor de mercado. Para baixos níveis de participação bancária qualquer aumento de capital leva a uma diminuição do valor de mercado, no entanto,

para níveis elevados esse impacto será atenuado ou invertido. Os autores afirmam ainda que nos níveis mais baixos de participação societária a extração de rendimentos, por parte dos bancos, é maior.

Na Europa continental, a Alemanha é um caso paradigmático da participação dos bancos no governo das empresas. Os grandes detentores de capital e os bancos são fulcrais ao funcionamento do mecanismo de controlo interno (Emmons e Schmid, 1998). Um dos aspetos importantes do sistema bancário alemão é o controlo substancial dos direitos de voto obtidos através de procuração. Os bancos alemães raramente são detentores de ações empresariais, no entanto, a maioria dos pequenos detentores de capital nomeia um banco ou associação de proprietários para serem seus representantes. Estas instituições têm uma vantagem competitiva na obtenção de poder de voto, na medida em que a maioria dos serviços financeiros de corretagem e dos serviços de custódia de ações ao portador, são por si desempenhados. A sua participação faz-se também sentir através da presença nos órgãos de fiscalização das empresas que tem por missão supervisionar a gestão (administração) e nomear os seus membros, ajudando a resolver problemas de assimetria de informação e a obter melhores condições de crédito em momentos de dificuldades financeiras.

Gorton e Schmid (2000) investigam o impacto dos direitos de controlo dos bancos sobre o desempenho das empresas alemãs. As suas conclusões sugerem que a empresa melhora o seu desempenho quando aqueles direitos estão associados a uma concentração de capital elevada, nomeadamente se exercidos por uma entidade bancária. Edwards e Nibler (2000) realizam uma análise semelhante e concluem que a participação de grandes proprietários tem um impacto positivo no valor de mercado da empresa, independentemente da sua natureza (bancos, grupos familiares ou empresas estrangeiras).

Um estudo realizado por Franks e Mayer (2001) sobre empresas alemãs propôs-se analisar a associação entre a rotatividade dos gestores (administradores) e o desempenho das empresas, revelando que os maus resultados empresariais dão origem a uma rotatividade muito elevada daqueles.

O impacto da participação dos bancos nos órgãos de gestão (administração) das empresas é apresentado, resumidamente, na Tabela 5.3.

Tabela 5.3: Impacto da participação bancária nos órgãos de gestão (administração).  
 Fonte: Adaptado de Degryse et al., (2007)

Estudo		País	Ano	Num. Obs.	Medida Desempenho	Impacto Variáv. Dependente
Autores	Ano					
Byrd e Mizruchi	2005	EUA	80/91	456	Valor de mercado	Negativo e significativo
Sisli Ciamarra	2006	EUA	02/04	403	Custo crédito Disp. crédito	Negativo e significativo Positivo e significativo
Van Overfelt et al.,	2006	Bélgica	1905/ 1909	566	ROA	Positivo
Agarwall e Elston	2001	Alemanha	70/86	1.660	Custo crédito Disp. crédito ROA	Positivo e significativo Negativo e significativo Positiva
Lehmann e Weigand	2000	Alemanha	91/96	361	ROA	Positivo
Van Ees e Garretsen	1994	Holanda	85/90	76	Sensibilidade investimento ao cash-flow	Não significativo
Gibson	1995	Japão	1992	1.355	Investimento	Não significativo
Kaplan e Minton	1994	Japão	80/88	119	Executivo <i>Turnover</i>	Positivo

Estudos realizados em empresas europeias documentam que a participação dos bancos nos órgãos de gestão (administração) das empresas tem uma influência positiva sobre os seus resultados (Lehmann e Weigand, 2000 e Van Overfelt et al., 2006). O impacto desta participação sobre os montantes da dívida nas empresas americanas é investigado por Byrd e Mizruchi (2005). Consideram que a participação de credores nos órgãos de gestão (administração) tem um impacto negativo nos montantes da dívida e no valor da empresa. No entanto, quando as empresas se encontram em dificuldades financeiras, a participação de uma entidade de crédito nos órgãos de gestão (administração) leva a que os níveis de endividamento subam.

#### **5.4. O BANCO COMO CREDOR E PROPRIETÁRIO**

O contexto institucional europeu é propício a que as entidades financeiras exerçam diferentes papéis na empresa quer como credores e proprietários, quer como participantes nos órgãos de gestão (administração) (Kroszner e Strahan, 2001, Byers et al., 2008). De facto, como assinala Puri (1996) o mercado de capitais interpreta a decisão de um banco participar na propriedade de uma empresa como um sinal positivo, fruto da informação privada que acumulou enquanto credor.

O duplo papel desempenhado pelas entidades financeiras e o efeito sobre o valor da empresa pode ser justificado através de contribuições diversas.

Em primeiro lugar, como detentores de direitos de propriedade e controlo, as entidades financeiras possuem incentivos mais fortes para exercer uma vigilância mais cuidada da gestão (administração) empresarial (Asquith et al., 1994). Operando exclusivamente como credor, procura que as melhores práticas de governo assegurem o reembolso do capital e a remuneração fixada contratualmente. Como proprietário de referência pretende assegurar as melhores práticas de gestão (administração), garantindo que os resultados serão distribuídos de acordo com a participação nos benefícios residuais (sem deixar de ter presente que é um dos grupos mais beneficiados, dada a sua participação significativa).

Em segundo lugar, a participação destas entidades no capital social das empresas, constitui um contributo importante na criação de valor a longo prazo, nomeadamente quando as empresas atravessam dificuldades financeiras (Berlin et al., 1996). A sobrevivência da empresa pode levar as entidades financeiras a renegociar a dívida convertendo-a em capital, passando a assumir o papel de proprietário. Ao tomar esta decisão, a entidade financeira também exigirá, caso existam, aos restantes credores que renegociem as suas dívidas. Todo este processo de reordenação do passivo da empresa ocorrerá quando a entidade financeira identifica oportunidades de negócio a longo prazo. Assim, o papel combinado de proprietário e credor reduz a ineficiência da liquidação de empresas cujo futuro tem potencial criação de valor.

Em terceiro lugar, e como foi já referido, os proprietários internos tendem a expropriar os externos. A partir do momento em que a entidade financeira desempenha o papel de



proprietário relevante (interno) e de credor (externo), os seus incentivos para expropriar os restantes grupos de interesse diminuem.

O banco que desempenha a função de proprietário e credor na empresa detém um conjunto de vantagens às quais estão associados alguns riscos:

*i)* o banco quando diversifica a sua atividade assume responsabilidades de longo prazo noutros sectores, levando-o a intervir e a apoiar empresas com dificuldades financeiras. No entanto, o controlo exercido sobre as participadas pode ser pouco efetivo, colocando o banco perante um problema de agência, nomeadamente quando a propriedade está muito dispersa (Shleifer e Vishny, 1997). Esta situação leva a que o poder esteja concentrado nos gestores (administradores) da empresa, cujos interesses nem sempre são coincidentes com os dos detentores de capital.

O controlo efetivo por parte do banco exige uma participação elevada (entre 10% a 20%) o que condiciona a liquidez dos títulos e o custo do capital, reduzindo o valor do investimento realizado. A resolução deste problema passa pela adoção de medidas de blindagem que garantam o controlo com uma participação significativamente mais reduzida, lesando no entanto o interesse dos detentores de capital minoritários (Cuervo, 2002). Estes deixam de exercer a ação disciplinadora através do mercado de capitais, nomeadamente nas situações em que o gestor (administrador) e o proprietário dominante utilizam indevidamente a posição que detêm;

*ii)* a posição que o banco conserva na empresa confere-lhe poderes para gerar negócios financeiros adicionais e obter benefícios privados à margem dos restantes proprietários. Estes benefícios decorrem dos créditos serem onerados com taxas de juro superiores às praticadas no mercado, de “forçar” o endividamento da empresa, de cobrar comissões abusivas, etc. (Dittus e Prowse, 1996). Nestas circunstâncias, o banco como credor apropria-se dos rendimentos gerados, enquanto como proprietário será prejudicado proporcionalmente ao capital que detém;

*iii)* o banco pode fazer uso da sua posição de hegemonia para se proteger como credor, impedindo a empresa de realizar investimentos em atividades de alto risco. Em contrapartida assume uma posição crescente de risco na medida em que afeta crédito e capital num mesmo negócio.

A participação da entidade bancária no capital das empresas suscita algumas questões que se prendem com:

*i)* A defesa dos créditos concedidos.

A participação no capital social da empresa resulta do desejo do banco eliminar o problema de substituição de ativos (Jensen e Meckling, 1976). O banco quando concede crédito à empresa arrisca-se a este ser aplicado em projetos de elevada rentabilidade e risco. Nestas circunstâncias, se os resultados forem positivos revertem a favor da empresa, caso contrário, como a responsabilidade desta é limitada, as maiores perdas refletem-se no credor. Para limitar o risco dos créditos concedidos, o banco pode exigir condições de solvabilidade e endividamento à empresa - controlo formal menos efetivo do que o conferido pela participação no capital enquanto mecanismo de supervisão. Para além destas disposições formais, o banco tem dificuldades em intervir na utilização que a empresa faz dos créditos concedidos, salvo em situações de insolvência. No entanto, pode zelar pelos seus interesses enquanto credor e interferir na política de investimento da empresa através da aquisição de capital, supervisionando a utilização dos créditos concedidos. Desta forma pode impedir a realização de projetos arriscados que coloquem em perigo a recuperação dos créditos concedidos.

Face a estas circunstâncias é previsível que o banco opte por uma conduta conservadora e desincentive a empresa de realizar investimentos arriscados. Como credor o banco é adverso ao risco e utiliza a sua capacidade de gestão (administração) como proprietário para limitar a realização deste tipo de investimento. Este facto ajuda a interpretar o trabalho de Weinstein e Yafeh (1998), segundo o qual as empresas japonesas participadas por um banco têm níveis de crescimento menor que as outras. Este trabalho permite afirmar que a participação do banco conduz a políticas de investimento redutoras do crescimento e expansão da empresa como contrapartida de uma maior segurança e estabilidade.

*ii) A intervenção em momentos de crise.*

A intervenção nas empresas em dificuldades não se prende tanto com o desejo do banco controlar a atividade dos gestores (administradores), mas com a preocupação de proteger os créditos concedidos e garantir o seu reembolso.

A título de exemplo Morck e Nakamura (1999) analisam a conduta dos bancos japoneses na relação que estabelecem com a empresa em função da participação no capital (empresas do grupo ou independentes). Nestas últimas, os bancos procuram defender os seus direitos como credores e não como detentores de capital, colocando gestores (administradores) da sua confiança para resolver problemas de liquidez. Nas empresas do grupo, ao contrário das anteriores, intervêm não pela falta de liquidez, mas pela diminuição do valor das ações e pelo reduzido ritmo de crescimento.

Na Alemanha este tipo de preocupação parece não imperar. Aqui a substituição dos gestores (administradores) resulta mais dos resultados alcançados do que da natureza do proprietário (Hoshi et al., 1991). O banco está mais disposto a apoiar a empresa em função da qualidade de informação que detém e não tanto pelos interesses que possui como credor, intervindo apenas em situações de crise conjuntural.

### **5.5. EFEITO DA PARTICIPAÇÃO BANCÁRIA NO DESEMPENHO E RISCO EMPRESARIAL**

Num contexto marcado por assimetrias de informação, a literatura tem-se interrogado sobre o papel da participação bancária no desempenho e risco empresarial. Os esforços desenvolvidos para compreender as motivações e os efeitos dessa participação permitem salientar duas hipóteses:

- i) hipótese de custos de agência - Consequência do controlo ativo realizado pelo banco na seleção dos projetos de investimento e da supervisão exercida sobre a atuação dos gestores (administradores);*
- ii) hipótese do efeito informativo – O banco compra (vende) ações da empresa quando dispõem de informação interna que lhe permite antecipar uma melhoria (deterioração) no desempenho acima do esperado pelo mercado.*

### 5.5.1. HIPÓTESE DE CUSTOS DE AGÊNCIA

i) Efeito sobre a rentabilidade da empresa.

A revisão dos trabalhos que avaliam o impacto da participação bancária no capital social das empresas realçam o seu benefício no desempenho, argumentando que:

a) se verifica um maior incentivo do banco em supervisionar a atuação dos gestores (administradores) no duplo papel de proprietário e credor (Smith e Warner, 1979);

b) a participação nos resultados da empresa reduz as dificuldades colocadas pelo banco credor quanto à realização de projetos rentáveis, atendendo a que o seu elevado risco pode originar transferência de riqueza apenas para os detentores de capital (Smith e Warner, 1979);

c) a presença do banco no capital da empresa diminui a realização de projetos sem rentabilidade pelo elevado risco que comportam. A sua execução, no entanto, seria assegurada por proprietários não bancários sempre que a expropriação de riqueza aos credores permitisse incrementar o valor das ações. Contudo, para o banco proprietário não há qualquer interesse em aceitar investimentos de elevado risco sem que a rentabilidade seja assegurada, dado que perde como credor o que ganha como proprietário, opondo-se desta forma à realização dos mesmos;

d) a presença do banco incentiva a realização de projetos rentáveis desde que não se traduza num acréscimo de risco. Nas empresas em dificuldades financeiras e endividamento elevado, os detentores de capital não têm incentivos para realizar este tipo de projetos quando os credores são os principais beneficiados (Myers, 1977). A participação no capital permite ao banco controlar as decisões de investimento da empresa, levando-o a aceitar projetos rentáveis independentemente do nível de risco.

Os trabalhos teóricos são consensuais em mencionar uma melhoria da eficiência empresarial decorrente da participação bancária. Permanece em aberto a questão de

saber se aquela se traduz numa maior rendibilidade empresarial ou, pelo contrário, se reverte para o banco através da expropriação de benefícios privados (Boyd et al., 1998, Weinstein e Yafeh, 1998). A evidência empírica não é conclusiva visto os dados serem contraditórios, mesmo em estudos realizados por um mesmo país. Entre os trabalhos que registam um efeito positivo da participação bancária sobre a rendibilidade empresarial figuram Kim (1991), Hoshi et al., (1991) e Pushner (1995) para o Japão, Gorton e Schmidt (2000) para a Alemanha na década de 70. Pelo contrário, a relação positiva entre propriedade bancária e rendibilidade empresarial não é validada por Weinstein e Yafeh (1998) para o caso japonês, nem por Gorton e Schmith (2000) quando analisam as empresas alemãs nos anos 80. Estes trabalhos sugerem que são os bancos que detêm maior capacidade em se apropriarem da eficiência empresarial, pelo que não se verifica qualquer melhoria de rendibilidade nas empresas participadas.

*ii) Efeito sobre o risco da empresa.*

Associado aos benefícios da participação bancária sobre a eficiência das empresas está o risco que o banco suporta quando detém ações da mesma. Quando o banco exerce o duplo papel de proprietário e credor, a empresa suporta riscos resultantes de efeitos contrapostos. Se o interesse predominante é o de credor, o banco utiliza a capacidade de controlo que a condição de proprietário lhe confere para reduzir o risco da empresa devedora. Se, pelo contrário, são os interesses de proprietário que predominam, serve-se da sua capacidade de controlo para incrementar o risco da empresa e reduzir as limitações que como credor impõe à realização de investimentos de maior risco. Não é possível prever um incremento ou diminuição do risco da empresa, dependendo do efeito predominante, tornando-se necessário vincular o peso de cada um à importância relativa da dívida e da participação no capital.

Quando um banco adquire ações de uma empresa, com uma significativa percentagem de dívida bancária sobre o ativo total, pretende limitar o risco, nomeadamente, nas situações em que a sua posição de credor é predominante. Esta situação será salvaguardada se a dívida bancária tiver associadas garantias. Park (2000) refere que quanto maior é a percentagem de capital detida pelo banco, maior é a probabilidade da empresa ser adquirida pela sua totalidade. Quando o banco cede parte da sua participação, um maior endividamento da empresa origina um risco acrescido para aquele, na medida em que os novos detentores de capital expropriem os credores (Smith

e Warner, 1979). Podemos concluir que na compra de ações a dívida bancária condiciona negativamente o risco esperado da empresa e na venda condiciona-o positivamente.

### 5.5.2. HIPÓTESE DO EFEITO DE INFORMAÇÃO

O interesse manifestado pelo banco na aquisição/alienação das ações pode ser explicado pelas expectativas criadas em torno da evolução da rentabilidade da empresa provenientes de aspetos exclusivamente informativos. As relações bancárias de longo prazo e a posição que detém como proprietário conferem ao banco uma posição privilegiada de acesso à informação, permitindo-lhe avaliar a qualidade da empresa e decidir quando à compra/venda das ações obtendo assim rendimentos de capital. O banco informado compra (vende) ações da empresa se espera um aumento (diminuição) da rentabilidade, antecipando a evolução do mercado. Ao contrário do que preconiza a teoria da agência, a hipótese do efeito informativo afirma que a alteração *a posteriori* da rentabilidade não resulta da aquisição/venda de ações pelo banco mas, pelo contrário, é a sua causa. Este raciocínio é validado por alguns trabalhos nos Estados Unidos que comprovam os benefícios obtidos pelos “*insiders*” quando transacionam ações das suas próprias empresas e a existência de uma relação positiva entre a compra de ações realizadas por estes e a rentabilidade futura das ações (Seyhun e Bradley, 1997, Iqbal e Stetty, 2002).

O incentivo do banco em comprar ações da empresa prende-se com a expectativa de uma diminuição do risco ou, caso este aumente, permita a transferência de riqueza dos restantes credores para os detentores de capital (Smith e Warner, 1979). O crédito concedido pelo banco aumenta quando antevê uma diminuição de risco e diminui caso seja expectável um aumento.

Em jeito de conclusão podemos afirmar que a participação dos bancos na estrutura de propriedade das empresas é uma realidade multifacetada, onde as oportunidades e as limitações que ocasionam não são necessariamente simétricas para ambas as partes.

As características do sistema legal de cada país, a estrutura do sistema financeiro, o peso relativo do mercado de capitais, as normas e as boas práticas bancárias variam, em cada caso, podendo provocar diferenças significativas nos efeitos da relação entre bancos e empresas.

O banco proprietário incorpora na empresa as vantagens de ser um investidor informado, ativo e com vontade de permanência, traduzindo-se tanto numa supervisão mais eficiente como num apoio ao investimento. Em contrapartida, adquire uma posição de poder que aproveita para obter benefícios privados e extrair rendimentos da empresa à custa dos proprietários.

## **5.6. RESUMO E CONCLUSÃO**

O contexto institucional europeu é propício a que as entidades financeiras exerçam diferentes papéis na empresa quer como credores e proprietários, quer como participantes nos órgãos de gestão.

A participação dos bancos no capital das empresas é uma realidade multifacetada, onde as oportunidades e as limitações que ocasionam não são necessariamente simétricas para ambas as partes. As características do sistema legal de cada país, a estrutura do sistema financeiro, o peso relativo do mercado de capitais, as normas e as boas práticas bancárias variam, em cada caso, podendo provocar diferenças significativas nos efeitos da relação entre bancos e empresas.

A investigação em torno da interdependência entre o relacionamento bancário, o governo empresarial e o desempenho tem sido escassa, centrada em grandes empresas e mercados não contemplando as PME's e as suas especificidades, permanecendo um tema em aberto e a necessitar de desenvolvimento no campo da investigação empírica.





## **ESTUDO EMPÍRICO**



## **CAPÍTULO 6**

### **POPULAÇÃO, AMOSTRA, DADOS E VARIÁVEIS**



## 6.1. POPULAÇÃO, AMOSTRA E DADOS

A seleção de PME's, como objeto de estudo, resulta de estas possuírem um conjunto de características particulares que as demarcam das restantes. Em primeiro lugar, são sujeitas a problemas informacionais de maior amplitude no mercado financeiro relativamente às de maior dimensão, pelo que o valor da relação bancária baseada na reciprocidade de *soft information* assume particular relevância. As empresas de menor dimensão, por norma jovens e informacionalmente opacas, pelo facto de não possuírem historial de crédito e na impossibilidade de divulgar de forma credível a sua qualidade, associada à ausência de separação entre a propriedade e a gestão, aumentam consideravelmente a assimetria de informação entre os *insiders* e os *outsiders*. Em segundo lugar, as pequenas empresas encontram-se limitadas, quanto à obtenção de recursos externos, às instituições financeiras, na medida em que o mercado só é acessível a grandes empresas. Em terceiro lugar, estas empresas assumem particular importância no nosso tecido empresarial. De acordo com o estudo da Direção de Planeamento e Estudos do IAPMEI (Fevereiro de 2008) as PME's representam 99,6% das unidades empresariais do país, criando 75,2% do emprego privado e realizando mais de metade dos negócios (56,4%), gerando cerca de 2,1 milhões de postos de trabalho e mais de 170,3 mil milhões de euros de volume de negócios.

De acordo com o Instituto Nacional de Estatística<sup>14</sup> (INE) existiam em 2007 em Portugal 1.101.681 empresas, das quais 167.473 iniciaram a atividade nesse ano. A evolução das principais características do tecido empresarial português estão refletidas na tabela 6.1.

---

<sup>14</sup> Empresas em Portugal 2007, Instituto Nacional de Estatística – Ano de edição 2009.

Tabela 6.1: População – Evolução das principais características do tecido empresarial português: 2004-07.

Variáveis	2004	2005	2006	2007	Tx.cres.médio 2004/07(%)
Empresas (Nº)	1.016.507	1.057.158	1.085.435	1.101.681	2,7
Pessoal ao serv. (Nº)	3.607.327	3.680.588	3.738.983	3.831.034	2,0
Vol. Neg. (10 <sup>3</sup> Eur)	303.306.141	318.060.555	331.631.797	354.305.174	5,3
VAB <sub>pm</sub> (10 <sup>3</sup> Eur)	72.349.557	74.955.950	77.963.945	84.963.460	5,5

Fonte: INE (2007).

O número de empresas em atividade em 2007 representa um acréscimo de 85.174 relativamente a 2004, ou seja, um acréscimo médio de 2,7% ao longo deste período. O pessoal ao serviço atingiu em 2007 os 3.831.034 indivíduos, correspondendo a um acréscimo de 2,0% face ao número de trabalhadores de 2004. Os dados revelam uma ligeira redução do número médio de trabalhadores por empresa entre 2004 e 2007, passando de 3,55 para 3,48 trabalhadores por unidade empresarial.

Entre 2004 e 2007, o volume de negócios (*Vol. Neg.*) e o valor acrescentado bruto a preços de mercado (*VAB<sub>pm</sub>*) verificaram acréscimos consideráveis que correspondem a taxas médias de variação de +5,3% e +5,5%, respetivamente.

Relativamente à idade, a população de empresas de 2007 era relativamente jovem, com 50,5% das mesmas constituídas após o ano 2002, com especial incidência no sector terciário. As empresas com 10 ou mais trabalhadores remunerados representam apenas 20,6 % das unidades empresariais constituídas no período 2002-2007. A contribuição das empresas constituídas neste período para o total do emprego e volume de negócios em 2007 foi de 28,4% e 14,8%, respetivamente, o que, quando comparado com a sua importância no que se refere ao número de empresas (50,5%), reflete a sua reduzida dimensão face às restantes empresas em atividade (INE, 2007).

As empresas com menos de 10 pessoas ao serviço foram as responsáveis pela maior parcela do emprego nacional, empregando 1.681.675 trabalhadores. Contudo no período 2004-2007, foram as unidades empresariais de maior dimensão (com 250 ou mais pessoas ao serviço) as que mais contribuíram para a criação líquida de emprego. Estas foram responsáveis ao longo dos quatro anos pela ocupação de mais 94.265 pessoas,

equivalendo ao maior acréscimo médio acumulado (4,6%), em termos de escalão de pessoal ao serviço (INE, 2007).

O estudo realiza-se sobre um conjunto de empresas não financeiras no período 2003 a 2007. A principal fonte de informação para foi a SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos versão 33.1, *update* 110 – outubro 2008) que contém informação contabilística e financeira sobre empresas portuguesas e espanholas.

A amostra foi selecionada da seguinte forma: *i*) eliminaram-se da base de dados as empresas que não tinham informação contabilística no período em análise; *ii*) incluíram-se apenas as que cumpriam com as condições definidas pelo Banco de Portugal nas suas análises (Total do Ativo, Capital Próprio, Volume de Negócios e VAB positivos); *iii*) estudaram-se as que apresentavam viabilidade económica, traduzida por uma rendibilidade operacional positiva; *iv*) teve-se em conta as que cumpriam as condições de PME's ao abrigo do Decreto-Lei nº 372/2007<sup>15</sup>; *v*) excluíram-se da base todas aquelas em que não foi possível recolher informação sobre o número de instituições de crédito, *vi*) não foi considerado o sector “Administração Pública, Defesa e Segurança Social”, por ausência de dados; *vii*) foram retiradas as empresas do sector financeiro e *viii*) por fim retiveram-se apenas as empresas para as quais se dispunha de informação relativa à distribuição do capital social. Refira-se que a necessidade de classificar as empresas em função da sua dimensão, face ao limitado número das que para o período 2003 a 2005 possuíam registo do número de empregados, levou-nos a adotar, para este período, o número de empregados de 2006. Tendo em conta estas condicionantes, a amostra é composta por 4.163 empresas.

A tabela 6.2 permite analisar a composição da amostra em função do número de pessoas ao serviço, verificando-se que 89% das empresas têm menos 50 trabalhadores, no entanto são as que têm 10 ou mais que absorvem 90% da mão-de-obra e realizam 83% do volume de negócios. Como dado digno de registo, realça-se o facto de um número

---

<sup>15</sup> Define micro, pequena e média empresa. A categoria de micro, pequena e médias empresas (PME) é constituída por empresas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros. Uma pequena empresa é definida como uma empresa que emprega menos de 50 pessoas e cujo volume de negócios anual ou balanço total anual não excede 10 milhões de euros. Uma micro empresa é definida por empregar menos de 10 pessoas e cujo volume de negócios não excede 2 milhões de euros.

significativo de empresas (43%) terem menos de 10 trabalhadores, porém a sua contribuição para gerar negócios e criar valor é pouco relevante. Relativamente às empresas com 50 ou mais pessoas, apesar de o seu número ser reduzido (11%), absorvem 45% dos trabalhadores e representam 36% do volume de negócios.

Tabela 6.2: Amostra - Principais características por classe de dimensão de pessoas ao serviço, valores médios 2003-2007.

Variáveis	Total	Menos de 10		10 a 49		50 a 249	
	Valor	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Empresas (Nº)	4.163	1.777	43	1.928	46	458	11
Pessoal serv. (Nº)	94.539	9.504	10	42.422	45	42.612	45
Vol. Neg. (10 <sup>3</sup> Eur)	12.313.887	2.037.058	17	5.796.657	47	4.480.172	36

## 6.2. VARIÁVEIS

Com base na revisão da literatura, e para medir cada um dos atributos relevantes para este estudo, optou-se pelos indicadores que a seguir se apresentam.

### 6.2.1. DESEMPENHO EMPRESARIAL

Os trabalhos empíricos dedicados ao estudo do desempenho empresarial revelam que a quantificação deste atributo se efetua a partir de indicadores de mercado ou de informação contabilística recolhida na empresa. As PME's, em geral, não participam no mercado de valores, financiando-se preferencialmente através da intermediação bancária. Deste modo, torna-se particularmente difícil obter elementos que permitam efetuar a avaliação numa perspetiva de mercado, pelo que, um número significativo de autores recorre à informação contabilística. Pérez-Carballo (1998) refere que a



informação contábilística é elaborada a partir de dados históricos, não havendo necessidade de antever o comportamento futuro da empresa, condição necessária à obtenção de alguns indicadores de mercado. Para medir cada um dos atributos, levamos em conta os indicadores já utilizados noutros estudos elaborados a partir da informação contábilística disponibilizada pela empresa.

A utilização de indicadores de rentabilidade, como expressão do desempenho empresarial, constitui o suporte de muitos trabalhos empíricos realizados sobre esta temática. Entre estes indicadores destacam-se: a rentabilidade operacional do ativo (*ROA*) (Steer e Cable, 1978, Murali e Welch, 1989, Pedersen e Thomsen, 2001, Wiwattanakang, 2001), a rentabilidade operacional dos capitais investidos (*ROCI*) (Neves, 2001) e a rentabilidade financeira (*ROE*) (Steer e Cable, 1978, Bothwell, 1980).

Na linha destes estudos a nossa opção pelo *ROA* e pelo *ROCI* prende-se com o facto de permitirem avaliar o desempenho dos capitais totais investidos na empresa, independentemente da sua origem (próprios ou alheios) e constituírem um dos melhores indicadores de comparação na análise entre empresas. Por outro lado, determinam a sobrevivência financeira da empresa a longo prazo e a atração de capitais, quer alheios quer próprios. A rentabilidade do investimento determina o nível de remuneração que a empresa oferece aos seus investidores: acionistas e credores (Neves, 2001).

Joh (2003) quando se refere à utilização do *ROA* como indicador de desempenho, apresenta como vantagens: *i*) o preço das ações não reflete a totalidade da informação disponível dada a ausência de um mercado de valores eficientes; *ii*) existe evidência de que a rentabilidade contábilística tem uma associação mais forte com a sobrevivência da empresa do que o *Q de Tobin* e *iii*) permite avaliar o desempenho de empresas não transacionadas nos mercados de valores.

Por sua vez, Demsetz e Villalonga (2001) afirmam que o *ROA* exprime melhor os efeitos de propriedade que os valores de mercado. O *ROA* mede o desempenho da empresa e reflete a rentabilidade dos investimentos realizados. Uma vantagem adicional deste indicador decorre de não ser influenciado pela estrutura de capital, pois não inclui os gastos financeiros, exprimindo em boa medida, a utilização que a empresa faz dos seus ativos. A sua expressão analítica é dada pelo quociente entre os resultados operacionais (*RO*) e o ativo total (*AT*).

Relativamente à rentabilidade do investimento, a sua expressão analítica é dada pelo quociente entre o resultado e o investimento, no entanto a sua utilização prática levanta algumas dificuldades que decorrem da determinação do valor a considerar no numerador e no denominador. A definição do resultado deve ser coerente com os recursos que lhe dão origem. Quando o denominador é o capital investido (*CI*), deve utilizar-se o resultado operacional (*RO*) em numerador. O capital investido resulta de se retirar ao ativo total os recursos financeiros induzidos pela exploração. Assim, considera-se como capital investido o ativo líquido corrigido do crédito concedido pelos fornecedores, pelo Estado e Outros Entes Públicos (*EOEP*), acréscimos de custos e proveitos diferidos. O rácio de rentabilidade do investimento total (*ROCI*) deve ser um indicador do desempenho operacional e, como tal, independente da forma de financiamento.

### **6.2.2.RELAÇÃO BANCÁRIA**

Com o objetivo de medir a intensidade da relação bancária, a literatura evidencia três indicadores: o número de bancos, a duração e a amplitude dos serviços prestados. A disponibilidade de dados apenas nos permite estudar o número de bancos a que se acresce a estabilidade da relação bancária.

O estabelecimento de relações duradouras entre a empresa e a instituição de crédito permitem revelar informação valiosa sobre a qualidade daquela. Neste sentido diversos estudos (Elsas, 2005, Puri e Rocholl, 2008, entre outros) referem que o vínculo estabelecido com o intermediário financeiro é reforçado através da manutenção de uma relação de exclusividade. Esta proporciona o aumento das disponibilidades, a melhoria das condições de financiamento e a diminuição das garantias exigidas.

Quando apenas uma instituição concede crédito suporta todo o risco gerado, bem como o rendimento das suas decisões, elimina o problema de *free-rider* e fica dotada de maior flexibilidade para exercer o papel de intermediário. Contudo, as relações bilaterais podem também gerar problemas. Sharpe (1990) e Rajan (1992) argumentam que as empresas que se financiam junto de um único intermediário vêm-se capturadas informacionalmente, uma vez que nenhuma outra instituição conhece o seu verdadeiro

risco. Nestas circunstâncias, o monopólio informacional pode ser utilizado em proveito próprio pela instituição financeira, impondo custos mais elevados ou criando constrangimentos ao financiamento. Deste modo as relações multilaterais proporcionam informação sobre o verdadeiro risco empresarial a um maior número de intermediários, permitindo incrementar a disponibilidade de crédito (Detragliache et al., 2000 e Farinha e Santos, 2002).

O desenvolvimento da relação reduz a assimetria de informação, prestando os bancos particular atenção ao tipo, à quantidade e qualidade de informação que é possível recolher. Neste sentido, Stiglitz e Weiss (1981) referem que a assimetria de informação gera problemas de seleção adversa e de risco moral, o que provoca um incremento no custo dos recursos externos e dificulta o acesso ao crédito. A estabilidade da relação bancária (*ERB*) pode constituir uma importante vantagem competitiva para ambas as partes: para o banco que se apropria de informação privada e para a empresa financiada que tem a possibilidade de melhorar as condições de crédito, com a redução das assimetrias de informação (Vigneron, 2001). Para o período em análise (2003/07) propomo-nos medir a *ERB* através do quociente entre o número de bancos comuns e o número de bancos com que a empresa estabeleceu relações.

Face à relevância atribuída pela literatura ao número de relações que a empresa estabelece com as instituições de crédito (*Número de Bancos*) e à estabilidade da relação (*ERB*), utilizámos estas *proxys* para caracterizar o relacionamento bancário.

### **6.2.3. ESTRUTURA DE PROPRIEDADE**

Sendo difícil reunir consenso sobre a melhor forma de avaliar a estrutura de propriedade e sugerindo a literatura diferentes formas de o quantificar, propomos a propriedade interna e a concentração de propriedade como características que melhor o identificam, dado tratar-se de variáveis simples, intuitivas, menos propensas a erros de medição e não sujeitas aos problemas da ponderação.

A propriedade interna configura-se como um importante mecanismo de controlo interno com importantes implicações na estrutura de propriedade da empresa e na sua rendibilidade (Short, 1994, Shleifer e Vishny, 1997). De acordo com Jensen e Meckling

(1976), os gestores (administradores) têm uma tendência natural para afetar recursos da empresa aos seus próprios interesses, o que pode gerar conflitos com os restantes *stakeholders*. Neste sentido, à medida que a propriedade interna aumenta, os interesses convergem e, desta forma, os conflitos entre os gestores (administradores) e proprietários tendem a ser resolvidos - hipótese de convergência de interesses (Miguel et al., 2004). No entanto, elevados níveis de propriedade interna podem gerar custos, como referem Fama e Jensen (1983b). A posse de uma fração substancial do capital da empresa confere ao gestor (administrador) poder de voto e/ou influência significativa, podendo não cumprir com os objetivos da maximização do valor - hipótese de expropriação. Por sua vez, a propriedade detida pelos gestores (administrador) decorre, em muitas circunstâncias, dos resultados gerados pelas suas decisões. A propriedade interna constitui, muitas vezes, um prémio concedido ao gestor (administrador) em função dos resultados empresariais (Mehran, 1995).

A posse da propriedade pelos diferentes detentores de capital (indivíduos ou organizações) define o nível de concentração. Se bem que existam diversas formas de aferir, um dos processos consiste em determinar a percentagem de capital detida pelos principais proprietários, constituindo um indicador de controlo e supervisão (Bolbol et al., 2004, Boubakri et al., 2005a). Esta questão é particularmente relevante quando a estrutura societária (acionista) é homogénea dando origem a uma forte competitividade pelo controlo da empresa.

A revisão dos trabalhos empíricos revela a utilização de diversos indicadores para medir o grau de concentração, dividindo-os em dois grandes grupos: os discretos e os contínuos. Os discretos são aquelas que assumem valores entre zero e um em função da participação do proprietário maioritário ou da soma de conjunto de proprietários. Demsetz e Lehn (1985), Denis et al., (2000), entre outros, utilizam este tipo de indicadores (permitem estudar aquelas situações em que a empresa é controlada por um conjunto de proprietários), tornando-os particularmente úteis quando se pretende comparar o desempenho de estruturas dispersas versus concentradas. Os contínuos, por sua vez, podem assumir uma infinidade de valores dentro de um intervalo. Inclui-se neste grupo o índice de *Herfindahl* (McConnel e Servaes, 1990, Demsetz e Lehn, 1985). Short (1994) sustenta que um número significativo de trabalhos utiliza estes indicadores para aferir o grau de separação entre propriedade e controlo, permitindo identificar as empresas que são controladas pelos proprietários ou pelos seus agentes.

Na linha de Kuznetsov e Muravye (2001) adotamos, no nosso trabalho, como medida de concentração de propriedade, a percentagem de capital detida pelos dois maiores proprietários.

#### 6.2.4. VARIÁVEIS DE CONTROLO

A literatura permite, ainda, identificar um conjunto de características inerentes à empresa suscetíveis de condicionar as relações em estudo. Salientam-se entre estas: natureza da propriedade, o número de proprietários, o número de gestores (administradores), a idade, a dimensão empresarial, o endividamento e a dimensão do banco financiador.

A identidade do proprietário pode influenciar a gestão, o controlo/supervisão exercido e os resultados empresariais. Neste sentido, torna-se relevante conhecer a forma como a titularidade do capital é repartida pelos diferentes grupos de interesse, nomeadamente se esta é familiar ou não como preconizam Ortiz-Molina e Peñas (2007), Andres (2008), entre outros. O valor de cada grupo expressa-se em termos percentuais, determinado pela participação de cada um na totalidade do capital. A natureza da propriedade é expressa por uma variável dicotómica que assume o valor 1 (um), quando a propriedade detida pela família é superior a 50% e 0 (zero), no caso contrário.

A dimensão da estrutura acionista é aferida pelo número de participantes no capital social da empresa de acordo com Holderness (2003), Thomsen, (2005), entre outros.

Por sua vez, as características da gestão (conselho de administração) são avaliadas pela dimensão, expressa pelo número de gestores (administradores), (Bhagat e Black, 2002, Kanagaretnman et al., 2007) e pelo grau de independência (Rechner et al., 1993). Nesse sentido adotamos como *proxy* o número de gestores (administradores).

Paralelamente à informação privada que o banco adquire no decorrer da relação, a empresa divulga informação pública que facilita a análise de risco. De acordo com Berger e Udell (1995), Harhoff e Körting (1998) e Degryse e Van Cayseele (2000) a idade da empresa reflete a reputação transmitida de forma aberta ao mercado, desempenhando um papel distinto da informação que o intermediário financeiro adquire de forma privada no decorrer da relação. Deste modo, a idade reflete a informação

pública sobre a reputação e sobrevivência da empresa definida pelo número de anos decorridos desde a sua criação. Na medida em que a empresa incorpora gerações posteriores, assiste-se também a um compartilhar da propriedade e a uma possível conflitualidade resultante de interesses divergentes (Sharma et. al, 2007).

A dimensão empresarial tem sido aferida por um conjunto muito vasto de indicadores. A título de exemplo Degryse e Ongena (2001) e Bhagat e Bolton (2008) consideram o logaritmo das vendas, Berger e Udell (1995) o total do ativo líquido, Cardone et al., (2005) o número de empregados. No nosso estudo a dimensão empresarial é avaliada pelo logaritmo do total ativo líquido como preconizam Petersen e Rajan (1994), De Bodt et al., (2005), Andres (2008), entre outros.

O nível de endividamento constitui um sinal que é enviado ao mercado sobre a qualidade da empresa. No âmbito das PME's, atendendo às fortes limitações a que estão sujeitas no acesso ao financiamento externo (seja de capitais próprios ou capitais alheios), este indicador, constitui um importante elemento diferenciador ao nível empresarial. Reflete a capacidade de a empresa mobilizar recursos de diferentes origens sendo influenciada por vários fatores. Pese a multiplicidade de indicadores utilizados, optamos pela relação estabelecida entre o passivo e o capital próprio à semelhança de Pedersen e Thonsen (2001), Bolbol et al., (2004), Fok et al., (2004), entre outros. Não menos importante é o peso do endividamento bancário no passivo da empresa, pelo papel que a banca desempenha no financiamento das PME's, determinado pelo quociente entre o passivo bancário e o passivo total (Houston e James, 2001).

Uma outra variável que pode condicionar a relação bancária é a dimensão da instituição (Detragliache et al., 2000). Esta pode ser aferida, entre outros indicadores, pelo valor do ativo, do crédito concedido aos clientes ou dos recursos captados. No nosso estudo, consideramos o valor médio do ativo das instituições bancárias envolvidas na relação.

Na tabela 6.3 apresenta-se uma descrição sumária de todas as medidas utilizadas, tendo por base as sugestões de diversos estudos empíricos que se têm dedicado ao estudo das relações bancárias, estrutura de propriedade a rendibilidade operacional. Na seleção dos indicadores esteve presente a preocupação de não incluir nos mesmos, rubricas que *a priori* se encontravam correlacionados com as variáveis a explicar.

Tabela 6.3: Resumo das variáveis selecionadas e sua operacionalização.

Designação		Expressão	
Rendibilidade operacional	Rendibilidade operacional do ativo	Resultado operacional / Ativo	
	Rend. operacional capital investido	Resultado operacional / Capital investido	
Relação bancária	Número bancos	Número de instituições bancárias	
	Estabilidade da relação	Número de bancos comuns / Número de bancos	
Estrutura de propriedade	Propriedade interna	Propriedade detida por quem desempenha cargos de gestão/ Total da propriedade	
	Concentração de propriedade	Propriedade detida pelos dois proprietários maioritários/ Total da propriedade	
Variáveis de controlo	Natureza da propriedade	Familiar	Variável dicotómica com valor 1 se pelo menos 50% da propriedade é familiar
		Outra	Variável dicotómica com valor 1 se pelo menos 50% da propriedade não é familiar
	Estrutura acionista	Número de proprietários	Número de proprietários
	Dimensão da administração	Número de gestores (adm.)	Número de gestores (administradores)
	Dimensão empresarial	Logaritmo do ativo	Logaritmo natural do total do ativo líquido
	Reputação	Idade	Número de anos desde a constituição
	Estrutura financeira	Endividamento	Passivo / Capital Próprio
	Endividam. bancário	Dívida bancária	Passivo Bancário / Passivo
	Dimensão bancária	Ativo do banco	Valor médio do ativo dos bancos com que a empresa mantém relação.





## **CAPÍTULO 7**

### **NÚMERO DE RELAÇÕES BANCÁRIAS, PROPRIEDADE INTERNA E RENDIBILIDADE OPERACIONAL**



## 7.1. INTRODUÇÃO

As pequenas e médias empresas (PME's) têm sido nos últimos anos objeto da atenção de numerosos trabalhos pela capacidade de gerar emprego e criar riqueza. Em sistemas de mercado, as questões de sobrevivência, a complexidade e o dinamismo da envolvente empresarial obrigam a um conhecimento cada vez mais profundo das organizações, bem como das variáveis ou fatores que se convertem em elementos chave do seu desempenho.

Numerosos autores são unânimes em realçar os fatores de carácter interno que condicionam o desempenho empresarial destacando-se: *i*) as relações bancárias (Degryse e Ongema, 2001, Ongema e Smith, 2001); *ii*) o governo da empresa (Bhagat e Bolton, 2008); *iii*) os recursos humanos (Rogoff, Lee e Suh, 2004); *iv*) o marketing (Kara et al., 2005); *v*) a qualidade, a inovação e os recursos tecnológicos (Donovan, 1996) e *vi*) os valores culturais e os sistemas de informação (Tse e Soufani, 2003). Este estudo centra-se nos dois primeiros.

As dificuldades sentidas pelas PME's na obtenção de recursos financeiros aliadas à escassa possibilidade de aceder ao mercado de capitais, leva a que o mercado de crédito constitua a sua principal fonte de financiamento, pelo que o estudo da intermediação bancária ganha particular relevância, nomeadamente quando se pretende avaliar o contributo desta no desempenho da empresa (Boot, 2000). As empresas sujeitas a maior assimetria de informação dão particular importância ao número de relações que estabelecem com os seus credores.

A seleção da estratégia empresarial em estabelecer relações bancárias é condicionada por fatores distintos como o poder negocial da empresa, os custos ou a qualidade dos serviços. Uma revisão da literatura existente (Kennington et al., 1996, Mols et al., 1997, Degryse e Van Cayselle, 2000, Hernandez e Martinez, 2010, entre outros) permite identificar um conjunto de fatores que justificam a seleção das entidades de crédito e agregá-los em fatores externos e internos. Os fatores externos à vinculação bancária

podem potencializar ou dificultar as relações estabelecidas, o seu número e a sua duração. O contexto económico em que desenvolvem as operações de intermediação financeira justifica algumas das diferenças dos resultados obtidos por parte da literatura existente sobre o tema. A título de exemplo, Ongema e Smith (2000) referem que o número de relações bancárias nos países de tradição continental é maior do que nos países de tradição anglo-saxónica.

Aliado ao contexto económico, Soenen (1989) e Lundahl et al., (2009) referem o custo dos serviços financeiros, a flexibilidade e qualidade de serviços, as relações pessoais e os serviços especiais. Relativamente às características das empresas, a literatura refere a rendibilidade empresarial (Detragliache et al., 2000), as características do governo (Bhagat e Black, 2000), a dimensão (Ongema e Smith, 2000, Degryse e Ongema, 2001, Neuberger et al., 2007, Iturralde et al., 2010), o sector de atividade (Ongema e Smith, 2000, Neuberger et al., 2007), a internacionalização da atividade empresarial (Hernandez e Martinez, 2010) e a utilização das tecnologias de informação e comunicação (Porter e Millar, 1985, Mistry, 2006, Johns e Perrrot, 2008).

Fama (1985) e Yosha (1995) referem que a intensificação da relação bancária contribui para a redução dos custos de informação e impede a sua divulgação para empresas concorrentes melhorando, deste modo, o desempenho empresarial. Por sua vez, as relações estabelecidas são condicionadas por um conjunto de características empresariais entre as quais se destaca a rendibilidade (Yosha, 1995, Detragliache et al., 2000) e a propriedade interna (Stulz, 1988, Vilaseca, 2002)

Degryse e Ongema (2001) avaliam a correspondência biunívoca entre o número de relações bancárias e a rendibilidade empresarial e concluem que: *i*) as empresas que estabelecem relações bilaterais apresentam maior rendibilidade e que *ii*) as empresas com melhor desempenho privilegiam as relações com um único banco. Porém, as empresas com menor rendibilidade deparam-se com maiores problemas de auto-financiamento, pelo que o estabelecimento de relações multilaterais contribui para reduzir os problemas de seleção adversa. Na linha do que preconiza Yosha (1985), a rendibilidade observada está associada a uma maior qualidade da empresa, procurando os bancos ativamente as de melhor desempenho para estabelecer novas relações. Por sua vez, Fok et al., (2004) concluem que o número de relações bancárias condiciona negativamente o desempenho empresarial e que este não estabelece qualquer relação significativa com aquelas.

Na perspectiva da informação recolhida, as relações bancárias podem ser classificadas de transação ou de relação. No que diz respeito às primeiras, os bancos têm como preocupação avaliar as operações de forma individual e independente, com o recurso a contratos padronizados (Williamson, 1985). Estas relações inserem-se em contextos de elevada transparência informativa, constituindo o mercado o principal meio para a sua realização. Por sua vez, Boot (2000) salienta que a banca relacional se caracteriza por: *i)* o intermediário financeiro investir na aquisição de informação específica de cada cliente e *ii)* avaliar a rendibilidade dos investimentos através de relações múltiplas, estabelecidas ao longo do tempo. A falta de transparência (opacidade) sobre a qualidade da empresa constitui uma barreira à entrada de novos concorrentes. Esta abordagem mostra-se particularmente adequada em ambientes institucionais pouco desenvolvidos em termos de transmissão da informação, caracterizados por elevados custos de execução contratual onde a reputação é a única via para assegurar o financiamento (Diamond, 1991).

No tecido empresarial assiste-se a uma crescente separação entre a propriedade e a gestão que aliada à abertura do capital a investidores externos leva-nos a questionar a forma como a estrutura de propriedade condiciona a rendibilidade operacional.

Tomando como marco concetual a teoria da agência, pretende-se avaliar, à luz da investigação existente, a forma como algumas das características empresariais condicionam a sua rendibilidade operacional. Desde logo, coloca-se a questão de identificar as diferentes formas de quantificar o governo empresarial e quais as que melhor o caracterizam. Gompers et al., (2003) propõem um indicador ponderado por cinco categorias distintas: estratégias para impedir aquisições hostis, direitos de voto, proteção do gestor (administrador), estratégias públicas para impedirem aquisições hostis e o sistema legal. Com base neste indicador, Bebchuk et al., (2009) atribuem diferente relevância a cada um dos atributos, construindo um “índice de entrincheiramento” que pretende aferir os direitos dos proprietários e a maior ou menor dificuldade para realizar aquisições hostis. As características da gestão (administração) têm sido também referidas como determinantes do governo da empresa, nomeadamente: a independência da gestão (Bhagat e Black, 2002, Hermalin e Weisbach, 2003) e a propriedade interna (Bhagat e Black, 2000).

O governo da empresa, como sistema de acordos institucionais e de relações através dos quais as empresas são geridas e controladas, deve contribuir para criar os mecanismos de controlo que minimizem os custos de agência (Fernández e Gómez, 1998). Estes, à luz da teoria da agência, podem ser gerados pelos conflitos entre os vários *stakeolders*, dando a literatura maior importância aos: *i*) conflitos estabelecidos entre proprietários e gestores (administradores); *ii*) conflitos estabelecidos entre proprietários maioritários e minoritários e *iii*) conflitos de interesse entre proprietários e credores da empresa (Shleifer et al., 1986).

Tendo presente os conflitos gerados entre proprietários e gestores (administradores), Bhagat e Bolton (2008) propõem a agregação dos modelos de governo empresarial em duas categorias: de agência e de seleção adversa. Relativamente aos modelos de agência a divergência de interesses entre os gestores (administradores) e os detentores de capital leva a que aqueles tomem medidas que vão contra os interesses destes. Os contratos não podem impedir esta atividade e se os proprietários não são capazes de observar o comportamento da direção diretamente, a propriedade detida pelo gestor (administrador) pode ser utilizada para os induzir a atuar em consonância com os interesses dos detentores de capital (Grossam e Hart, 1986). Quanto aos modelos de seleção adversa são motivados pela dificuldade sentida pelos detentores de capital em controlar os gestores (administradores), configurando-se a propriedade interna como instrumento capaz de induzir o gestor (administrador) a revelar informação.

No que diz respeito à participação dos gestores (administradores) no capital da empresa, esta é quantificada pela propriedade detida por quem na empresa exerce cargos de gestão (propriedade interna) (Uchida, 2006, Ortiz-Molina e Peñas, 2007, Bhabra, 2007, entre outros). De acordo com a hipótese da convergência de interesses de Jensen e Meckling (1976) a propriedade interna está relacionada positivamente com a rendibilidade, na medida em que a propriedade dos gestores (administradores) aumenta assiste-se a um alinhamento de interesses com os detentores de capital no propósito da maximização do valor da empresa. Para o cálculo desta identificam-se os titulares dos cargos de gestão e atribui-se-lhe a parte detida no capital da empresa.

Nas PME's o estudo integrado do número de relações bancárias, da propriedade interna e da rendibilidade operacional, revela-se importante pelas especificidades que estas incerram ao nível da assimetria de informação, do valor da informação produzida e dos interesses, por vezes, conflituosos entre o vários agentes empresariais.

As relações bancárias condicionam a rendibilidade (Ongema e Smith, 2001) e esta, por sua vez, o número daquelas (Yosha, 1995, Detragliache, et al., 2000). A literatura existente sugere uma relação de causalidade entre o número de bancos e o desempenho, pelo que a estimação dos parâmetros de uma delas deve ter em conta a informação proporcionada pela outra (Degryse e Ongena, 2001, Fok et al., 2004).

A literatura (Fama e Jensen, 1983b, Miguel et al., 2004) sugere também relações de causalidade recíproca entre a propriedade interna e a rendibilidade, expressa nas hipóteses de convergência de interesses e de expropriação e no ajustamento efetuado pelos gestores (administradores) na participação do capital face à rendibilidade obtida (Mehran, 1995).

Por sua vez, a última dimensão em estudo prende-se com as relações estabelecidas entre a propriedade interna e o número de bancos. As características que encerram um número muito significativo de empresas ao nível da informação gerada, do fraco poder negocial e da falta de reputação, levam a que suportem dificuldades acrescidas de financiamento (Vigneron, 2001). A relação inversa pode ser justificada a partir dos objetivos definidos pelos diferentes intervenientes no governo da empresa, tendo presente o efeito de substituição de ativos preconizado por Jensen e Meckling (1976)<sup>16</sup>

Este capítulo pretende analisar as relações de interdependência estabelecidas entre o número de bancos, a propriedade interna e a rendibilidade operacional, encontrando-se assim estruturada. No ponto seguinte apresentam-se as hipóteses e a metodologia; na secção 7.3 estuda-se a endogeneidade, na secção 7.4 apresentam-se os resultados obtidos; na secção 7.5 discutem-se os resultados; na secção 7.6 apresentam-se resultados adicionais, por fim, na secção 7.7 sintetizam-se as principais conclusões do estudo.

---

<sup>16</sup> O crédito concedido pode ser aplicado pela empresa em projetos de elevada rendibilidade e risco. Nestas circunstâncias, se os resultados forem positivos revertem a favor da empresa, caso contrário, como a responsabilidade desta é limitada, as maiores perdas transferem-se para o credor.

## 7.2. HIPÓTESES E METODOLOGIA

Tendo como base o referencial teórico desenvolvido nos capítulos anteriores deste estudo, formaliza-se um conjunto de hipóteses (secção 7.2.1) e apresenta-se, em termos genéricos, a metodologia de análise proposta (secção 7.2.2).

### 7.2.1. HIPÓTESES A TESTAR

A teoria sobre intermediação bancária atribui às relações estabelecidas um papel preponderante na diminuição da assimetria de informação. As empresas podem reduzir os problemas de informação, estabelecendo relações estritas com os bancos e estes, por sua vez, investem na recolha e análise de informação dos seus clientes. A proximidade e as repetidas interações ao longo do tempo podem ser benéficas para a empresa na medida em que lhe permite aceder a uma maior disponibilidade de crédito e a melhores condições contratuais.

A exclusividade da relação bancária incrementa o investimento na reciprocidade da informação e diminui a duplicação dos custos, contribuindo, deste modo, para a maximização do valor da empresa (hipótese da relação). Contudo, a relação exclusiva confere poder de monopólio ao banco, incentivando-o à prática de comportamentos oportunistas (hipótese de *hold-up*). A outra face da moeda, a relação multilateral, reduz o problema de *hold-up*, mas reduz também os incentivos para a intensificação da relação.

Entre as atuações que a empresa pode desenvolver para melhorar a sua rendibilidade destaca-se a relação de continuidade que mantém com a instituição financeira. A revisão da literatura a este propósito refere que esta relação pode aferir-se através de variáveis instrumentais, como sejam: o número de entidades financeiras com que a empresa trabalha habitualmente (Degryse e Ongena, 2001), a duração da relação (Athavale e Edmister, 2004 e De Bodt et al., 2005) ou a amplitude dos serviços financeiros contratados com a instituição (Rajan, 1992, Berlin e Mester, 1999). Face aos dados



disponíveis, apenas será testada a primeira das características enunciadas, formulando a seguinte hipótese:

**H<sub>1</sub>:** *O número de entidades financeiras com que a empresa habitualmente trabalha está relacionado com o resultado operacional.*

Existem proposições contraditórias em torno da hipótese descrita. Por um lado, um reduzido número de entidades financeiras ou, na situação extrema um único banco, permitem reduzir as assimetrias de informação, os custos de financiamento e facilitam o acesso ao crédito (Degryse e Ongena, 2001). Por outro lado, existem argumentos que defendem que os benefícios da concorrência entre as diversas entidades financeiras superam largamente as vantagens definidas anteriormente (Weinstein e Yafeh, 1998, Agarwal e Elston, 2001).

No que se refere à estrutura de propriedade, a propriedade interna configura-se como um mecanismo natural de supervisão dos órgãos diretivos. Os detentores de capital, com uma participação significativa, estão dispostos a assumir essa responsabilidade sempre que os benefícios esperados superem os custos derivados do seu exercício. A influência da propriedade interna sobre a rentabilidade está condicionada pela amplitude dos conflitos de interesses entre detentores de capital e gestores (administradores). No caso do modelo continental (onde o proprietário maioritário assume a natureza de grupo familiar, industrial ou financeiro) os conflitos de interesse são superiores aos verificados no modelo anglo-saxónico, onde os investidores (fundos de investimento, pensões ou companhias de seguros) mantêm uma menor conflitualidade com a empresa participada, não obstante permanecer um problema de supervisão, nomeadamente em presença de informação privada (Gedajlovic e Shapiro, 1998, Franks e Mayer, 1998).

A relação da propriedade interna com o desempenho pode ser compreendida, no âmbito da teoria da agência, como um dos contributos mais relevantes para diminuir os problemas de agência entre os *stakeholders* (Fama e Jensen, 1983b, Demsetz e Lehn, 1985, Jensen e Meckling, 1976). Com efeito, quando o gestor (administrador) não tem participação na propriedade, pode não ter incentivos suficientes para desenvolver atividades criativas (necessárias em muitas ocasiões para maximizar o valor da empresa) como, por exemplo, a procura de projetos de investimento inovadores ou a incorporação de novas tecnologias de produção, dando origem à miopia diretiva (Jensen

e Meckling, 1976). A participação do gestor (administrador) no capital pode constituir um instrumento que o obrigue a ser mais eficiente ou levar outros a sê-lo. Aos incentivos de curto prazo (salário) podem aliar-se incentivos de longo prazo (em função dos resultados) traduzidos pela participação no capital da empresa, tratando-se de incentivos ou sistemas compensatórios complementares com os quais se incrementam as preferências do gestor (administrador) pelos resultados de longo prazo (Gaver e Gaver, 1993).

Neste contexto formula-se a seguinte hipótese:

**H<sub>2</sub>:** *A propriedade interna condiciona o resultado operacional.*

Os custos de agência nas empresas de pequena dimensão podem ser reduzidos pela eliminação da separação entre propriedade e o controlo. Neste caso, os interesses do principal e do agente estão alinhados, pelo que a gestão (administração) não vai expropriar a riqueza do proprietário (Miller e Le Breton-Miller, 2006). Quando a separação existe e os proprietários estão interessados na sobrevivência da empresa a longo prazo, os problemas de agência diminuirão na medida em que o proprietário maioritário detém poder e informação suficientes que lhe permitem controlar os gestores (administradores) de topo (Jensen e Meckling, 1976). Contudo, os problemas de *free-rider* e de entrincheiramento dos membros familiares podem anular ou mesmo exceder os benefícios resultantes do contrato de agência entre proprietários e gestores (administradores), dando origem à obtenção de benefícios privados, condicionando negativamente a rendibilidade.

Pese o facto de o número de relações bancárias e da propriedade interna condicionarem o desempenho, a literatura (Fama, 1985, Anderson e Reeb, 2003, Miguel, et al., 2004, etc.) refere também um efeito de causalidade recíproca entre estas.

Se a intensificação da relação bancária contribui para a redução dos custos de informação e impede a sua divulgação para empresas concorrentes, melhorando a rendibilidade empresarial; por sua vez, as relações estabelecidas são condicionadas por um conjunto de características empresariais entre as quais se destacam a rendibilidade

(Yosha, 1995, Detragliache et al., 2000) e a propriedade interna (Short, 1994, Shleifer e Vishny, 1997).

As relações bancárias condicionam o desempenho (Ongema e Smith, 2001) e este, por sua vez, o número daquelas (Yosha, 1995, Detragliache et al., 2000). A literatura existente sugere, deste modo, uma relação de causalidade entre as variáveis, propondo uma reciprocidade entre o número de bancos e o desempenho (Degryse e Ongena, 2001, Fok et al., 2004).

As empresas com maior rendibilidade preferem o financiamento bilateral, reduzindo, desse modo, a difusão de informação confidencial a terceiros (Yosha, 1995). Adicionalmente as empresas com relações bilaterais que desejam incrementar o seu número podem ser consideradas como não rendíveis pelos bancos exteriores à relação e daí que as de melhor desempenho sejam renitentes em aumentá-las (Von Thadden, 1995). Em sentido oposto, encontram-se argumentos que justificam a preferência das empresas de elevada rendibilidade por relações multilaterais. Detragliache et al., (2000) referem que as empresas com maiores oportunidades de crescimento e rendibilidade optam por várias relações, reduzindo o risco de liquidez.

Assim formulamos a seguinte hipótese:

**H<sub>3</sub>:** *O resultado operacional condiciona o número de relações bancárias.*

Por sua vez, a natureza familiar que caracteriza um elevado número de empresas, leva a que a teoria da agência associada à teoria da sinalização estabeleça uma relação preferencial destas com as instituições de crédito (Vilaseca, 2002). As empresas onde a propriedade e controlo coincidem, não necessitam de utilizar a dívida com as instituições de crédito como sinal informativo e mecanismo de controlo sobre as atuações da gestão por parte dos seus administradores. Deste modo, estabelece-se uma relação positiva entre a propriedade interna e o número de instituições bancárias. Espera-se que os proprietários prefiram dívida bancária a um financiamento via ações, sob pena de perderem o controlo que detêm (Cardone e Cazola, 2001). No entanto, a propriedade interna como mecanismo de supervisão, pode originar comportamento oportunista por parte dos gestores (administradores) que, aliada à falta de transparência (opacidade) os torna praticamente imunes à supervisão (Stulz, 1988), dificultando, deste modo, o estabelecimento de novas relações. Em ambientes institucionais pouco

desenvolvidos, a reputação é a única via para assegurar um bom relacionamento bancário (Diamond, 1991).

Para avaliar a importância da propriedade interna no número das relações bancárias, formulamos a seguinte hipótese:

**H<sub>4</sub>:** *A propriedade interna condiciona o número de relações bancárias.*

Para terminar a análise das relações estabelecidas entre as variáveis propostas, falta avaliar o papel desempenhado pela rendibilidade e pelo número de relações bancárias na propriedade detida pelos gestores (administradores).

A relação entre a rendibilidade e a propriedade interna deve ter presente a natureza da propriedade. No contexto das empresas familiares, a concentração de propriedade leva a que muitas vezes o proprietário controlador realize atividades destinadas a extrair benefícios privados (Shleifer e Vishny, 1997, La Porta et al., 2000) pelo que perde relevância a rendibilidade enquanto mecanismo indutor de uma maior participação da gestão no capital da empresa e de convergência de interesses. Neste sentido, alguns estudos (Shleifer e Vishny, 1997, Demsetz, 1983) sugerem que os proprietários controladores tendem a defender os seus próprios interesses, tratando a empresa como um instrumento para dar emprego à família ou como uma forma de financiamento, limitando os cargos de topo aos membros da família. As práticas de expropriação, realizadas por parte da família controladora e a atribuição dos cargos de gestão a elementos do agregado familiar, levam a que a rendibilidade não constitua um “aliciante” suficiente para induzir uma maior participação dos gestores (administradores) na propriedade empresarial. Os laços familiares, a ausência de uma clara distinção entre património individual e empresarial, a propensão para abdicar, no curto prazo, de rendimentos (assegurando o negócio às gerações futuras), a reputação familiar e a reduzida profissionalização da gestão, podem contribuir para que a rendibilidade não seja considerada um incentivo suficientemente relevante à participação dos gestores (administradores) na propriedade (Anderson e Reeb, 2003, Wang, 2006, Arosa et al., 2010).

Neste contexto, formula-se a seguinte hipótese:

**H<sub>5</sub>:** *A rendibilidade operacional condiciona a propriedade interna.*

No que se refere à relação entre o número de bancos e a propriedade interna, podemos analisá-la a partir dos objetivos definidos pelos diferentes intervenientes no governo da empresa, tendo presente o efeito de substituição de ativos, preconizado por Jensen e Meckling (1976). De acordo com Diaz et al., (2004) os bancos, enquanto credores, não participam nos benefícios que decorrem de um bom desempenho empresarial. Os agentes empresariais, enquanto proprietários, tentam maximizar o valor da empresa, gerando um conflito com as instituições de crédito que advém da política de investimentos conservadora imposta por estas, quando delas depende o controlo dos mesmos. Por sua vez, como os gestores (administradores), pretendem ter um controlo sobre as decisões operacionais maior do que os bancos estão predispostos a permitir, pelo que tentam diminuir a dependência bancária, incorrendo, deste modo, em custos financeiros mais elevados do que teriam no caso de um maior controlo da atividade. No entanto, a intervenção dos credores pode também traduzir-se em impactos positivos, fruto do controlo exercido sobre os gestores (administradores). Nesta perspetiva a literatura (Jensen, 1986, Francis e Smith, 1995, DeAngelo et al., 2002) desloca os conflitos de agência para a relação que se estabelece entre credores e gestores (administradores). Ao limitar as ineficiências da gestão, a intervenção das instituições financeiras pode beneficiar em simultâneo credores e proprietários.

Com o propósito de testar a influência do número de relações bancárias na propriedade interna, enunciamos a seguinte hipótese:

**H<sub>6</sub>:** *O número de relações bancárias condiciona negativamente a propriedade interna.*

### **7.2.2. METODOLOGIA**

Como método utilizamos um modelo de equações simultâneas. Neste modelo a variável dependente é determinada pelas variáveis explicativas e algumas destas, por sua vez, são determinadas pela variável dependente. Nos modelos de equações simultâneas não podemos estimar os parâmetros de uma equação sem ter em conta a informação proporcionada pelas restantes. Ou seja, a simultaneidade surge quando uma ou mais das

variáveis explicativas são determinadas conjuntamente com a variável dependente, assim formulamos o seguinte modelo:

$$ROA = \beta_0 + \beta_{12} \text{Número bancos} + \beta_{13} \text{Propriedade interna} + \beta_{16} \text{Número de gestores (administradores)} + \beta_{17} \text{Idade} + \beta_{18} \text{Dimensão empresarial} + \beta_{19} \text{Endividamento} + \varepsilon$$

Equação [1]

$$\text{Número bancos} = \beta_0 + \beta_{21} ROA + \beta_{23} \text{Propriedade interna} + \beta_{24} \text{Família} + \beta_{26} \text{Número de gestores (administradores)} + \beta_{27} \text{Idade} + \beta_{28} \text{Dimensão empresarial} + \beta_{210} \text{Dívida bancária} + \beta_{211} \text{Ativo do Banco} + \varepsilon$$

Equação [2]

$$\text{Propriedade interna} = \beta_0 + \beta_{31} ROA + \beta_{32} \text{Número bancos} + \beta_{35} \text{Número de proprietários} + \beta_{37} \text{Idade} + \beta_{38} \text{Dimensão empresarial} + \varepsilon$$

Equação [3]

Na elaboração do modelo estão presentes dois passos consecutivos: primeiro, determinação das variáveis representativas de cada equação, segundo, identificação das variáveis independentes de cada uma à luz das principais linhas de investigação existente.

As variáveis representativas de cada dimensão em estudo são: *i)* o desempenho, quantificado pela rentabilidade operacional; *ii)* as relações bancárias, medidas pelo número de relações e *iii)* a estrutura de propriedade, avaliada pela propriedade interna.

As variáveis independentes consideradas no modelo são as seguintes:

Na primeira equação incluem-se as variáveis: número de gestores (administradores), idade, dimensão empresarial e o endividamento.

A dimensão da gestão (administração) tem vindo a ganhar relevância nos últimos anos, resultado não apenas da importância que assume na estrutura de propriedade, mas também porque se torna um elemento determinante das decisões empresariais. O número de gestores (administradores) pode interferir com a eficiência com que é

desempenhada a supervisão. Exerce uma influência positiva, na medida em que um maior número de gestores (administradores) facilita esta tarefa e fomenta a variedade de opiniões; contudo também poderá desempenhar uma ação negativa, decorrente de problemas de coordenação e informação ao longo do processo de tomada de decisão.

Quando à idade reflete a informação pública sobre a reputação e a sobrevivência da empresa. A esta variável está também associado o efeito geracional - quando as empresas incorporam gerações posteriores as prioridades alteram-se. A propriedade é compartilhada por um número crescente de elementos e os conflitos podem surgir se os interesses não estão alinhados, sendo as relações em muitas circunstâncias influenciadas pelas preferências operacionais e pessoais (Chrisman et al., 2005 e Sharma et al., 2007).

Nas empresas de pequena dimensão assiste-se ao desempenho simultâneo do papel de proprietário e de gestor, por parte de um indivíduo ou família, caracterizado por uma reduzida propensão ao risco e uma análise muito cuidada dos investimentos realizados, podendo condicionar o seu desempenho. Por sua vez, a obtenção de benefícios em proveito próprio, por parte dos acionistas, condiciona o desempenho (Andres, 2008).

Finalmente, o controlo exercido pelo banco sobre a empresa será tanto maior quanto maior for a dificuldade sentida por esta em obter recursos alternativos. Uma das vantagens deste controlo está na redução dos problemas de assimetria de informação. Contudo, a relação bancária tem custos associados que advêm do facto de a empresa ficar refém do banco (Hoshi et al., 1990a), sendo particularmente significativos nas PME's. A assimetria de informação a que estas estão sujeitas gera problemas de seleção adversa e risco moral, provocando um aumento do custo dos recursos externos. Para as empresas mais expostas a este tipo de problemas aumenta o racionamento de crédito (face às dificuldades sentidas no acesso ao financiamento), podendo inviabilizar a realização de projetos e colocar em causa a sobrevivência e crescimento destas entidades (Myers e Majluf, 1984). De referir ainda que, o fraco poder negocial aliado à escassez de capitais próprios, lhes confere uma estrutura devedora muito elevada, criando no sistema bancário fortes incentivos ao controlo da gestão empresarial (DeAngelo et al., 2002).

Na segunda equação tem como variáveis independentes: família, número de gestores (administradores), idade, dimensão empresarial, dívida bancária e ativo do banco.

Quanto à natureza da propriedade, a identidade dos principais detentores de capital tem importantes implicações no número de relações bancárias. A natureza da propriedade e a sua capacidade de supervisão está relacionada mais com as características do proprietário maioritário do que com a própria empresa. Assim grandes proprietários, como são as famílias, possuem determinadas características na sua atuação que tornam particularmente relevante o seu papel como mecanismo supervisor. Como referem Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983b) a participação dos proprietários na gestão (administração) da empresa reduz significativamente o custo da assimetria de informação e os problemas de agência. O envolvimento familiar na direção do negócio torna-se num elemento facilitador do relacionamento bancário.

A dimensão do órgão de gestão (administração) pode constituir um instrumento capaz de diminuir as assimetrias de informação e aumentar o poder de negociação da empresa nas relações que estabelecem com os bancos (Pearce e Zahra, 1992). Se associado ao número de gestores (administradores) estiver a dimensão da empresa, as maiores são as que mais beneficiam com as relações bancárias multilaterais (Bonfim et al., 2010). Estes autores referem ainda que as grandes empresas deverão ter maior poder de negociação nas suas relações com as instituições de crédito. Associado às diferenças de dimensão podem estar questões de informação assimétrica, pelo que as empresas com maior opacidade podem beneficiar mais com a concentração do seu financiamento.

O número de anos que a empresa leva de atividade (idade) constitui um ativo intangível estratégico para o reforço da reputação empresarial das empresas de “boa qualidade” e para o incremento do número de relações bancárias. A idade reflete a informação pública sobre a sobrevivência da empresa, constituindo um indicador de que os compromissos assumidos são respeitados.

A dimensão empresarial está, em muitas circunstâncias, associada às dificuldades sentidas pelas empresas em estabelecer novas relações - agravadas para as de menor dimensão em resultado da seleção adversa e da opacidade informacional a que estão sujeitas. Constituem elementos inibidores ao estabelecimento de novas relações o elevado risco que comportam, os custos de supervisão e o acompanhamento exigido (Degryse et al., 2005). Quando estes custos representam um peso significativo relativamente ao tamanho do projeto, os bancos declinem a concessão de crédito,



preferindo as empresas que proporcionem economias de escala (Cánovas e Solano, 2007).

Uma outra variável diz respeito à dívida bancária. À medida que a empresa diminui a opacidade informacional, ganha capacidade negocial, permitindo-lhe diversificar as relações (Detragliache et al., 2000). Quanto maior e mais concentrada for a posição devedora, maior apetência têm os credores em controlar a gestão empresarial. Por sua vez, a supervisão exercida pelo banco sobre a empresa será tanto maior quanto maior for a dificuldade sentida por esta em obter recursos alternativos (Degryse et al., 2005).

Finalmente a dimensão do banco, aferida pelo ativo médio. Os bancos de menor dimensão enfrentam dificuldades acrescidas quando sujeitos a choques de liquidez, evidenciando maior fragilidade (Buchinsky e Yosha, 1995). As empresas que se financiam junto destes apresentam uma maior probabilidade de estabelecer múltiplas relações bancárias (Detragliache et al., 2000). Carletti et al., (2007) defendem que os bancos tendem a privilegiar o estabelecimento de relações de crédito múltiplas quando têm poucos fundos próprios, o custo de monitorização é elevado e a rendibilidade das empresas é menor.

Na última equação, a da propriedade interna, consideram-se como variáveis independentes: número de proprietários, idade e dimensão empresarial.

O efeito exercido pelo número de proprietários na propriedade interna, pode ser justificado pela oferta limitada de talentos, no seio dos seus proprietários. Atendendo a que um número muito significativo de empresas em estudo tem uma matriz familiar e na medida em que a sua atividade se torna mais complexa, a dificuldade em recrutar no seu seio as capacidades necessárias a uma gestão eficiente, torna-se mais evidente (Galve, 2002). Em muitas circunstâncias a gestão (administração) não reúne as competências ou capacidades necessárias para manter o controlo nas mãos do grupo familiar e de conservar a posição de direção, impondo, por isso, custos significativos à empresa (Shleifer e Vishny, 1997, La Porta et al., 1999a). Para ultrapassar este constrangimento, a empresa recruta gestores profissionais concedendo, em muitas circunstâncias, a possibilidade de estes participar no capital.

A relação estabelecida entre a idade da empresa e a propriedade interna, pode ter origem na fragmentação associada ao efeito geracional e aos conflitos que lhe são inerentes. A

gestão, nas empresas jovens, é assegurada pelo fundador e, nas mais antigas, expostas ao problema da sucessão, é repartida pelos elementos do agregado familiar ou por gestores (administradores) profissionais com nenhuma ou pouca participação no capital (Villalonga e Amit, 2006, Baroniti e Caprino, 2006).

A última variável objeto de estudo prende-se com a relação que a dimensão empresarial estabelece com a propriedade interna. Demsetz (1983) refere que, à medida que a empresa ganha dimensão, a propriedade fica mais dispersa e a participação dos proprietários na gestão (administração) diminui.

A primeira fase de elaboração de um modelo com várias equações consiste no tratamento individualizado de cada uma, para posteriormente prosseguir com os procedimentos exigidos na estimação simultânea. Quando um sistema com duas ou mais equações é corretamente especificado, o método de estimação de equações simultâneas é mais eficiente do que estimar cada equação individualmente (Wooldridge, 2009, p.524). A teoria econométrica sugere que quando os valores da estatística  $t$  são elevados nas variáveis explicativas estas devem ser incluídas como endógenas e tratadas num sistema de equações simultâneas.

Antes de efetuar a estimação das variáveis torna-se necessário avaliar a estrutura do modelo formulado, nomeadamente a sua identificação, pois esta condiciona o método de estimação a adotar.

De um ponto de vista econométrico pode afirmar-se que uma equação está identificada quando a estimação dos parâmetros de cada uma não resulta da combinação dos parâmetros das restantes. Isto é, o problema de identificação surge quando diferentes conjuntos de coeficientes estruturais são compatíveis com o mesmo conjunto de dados. O modelo formulado pode ser expresso de forma alternativa de acordo com a tabela 7.1, como preconiza Gujarati (2003).

A identidade de um sistema de equações pode ser aferida pelas *condições de ordem e de rank*.

Tabela 7.1: Sistema de equações: análise da estrutura do modelo.

Nº equação	1	ROA	Número bancos	Propried. interna	Família	Núm. proprietários
1	$\beta_{10}$	1	$\beta_{12}$	$\beta_{13}$	0	0
2	$\beta_{20}$	$\beta_{21}$	1	$\beta_{23}$	$\beta_{24}$	0
3	$\beta_{30}$	$\beta_{31}$	$\beta_{32}$	1	0	$\beta_{35}$

Tabela 7.1: Sistema de equações: análise da estrutura do modelo (cont.).

Nº equação	Núm. gestores (administ.)	Idade	Dimensão empresa	Endivid.	Dívida bancária	Ativo do banco
1	$\beta_{16}$	$\beta_{17}$	$\beta_{18}$	$\beta_{19}$	0	0
2	$\beta_{26}$	$\beta_{27}$	$\beta_{28}$	0	$\beta_{210}$	$\beta_{211}$
3	0	$\beta_{37}$	$\beta_{38}$	0	0	0

No caso em estudo temos:

M - Variáveis endógenas ou conjuntamente dependentes.	3
m – Número de variáveis endógenas em cada equação.	3
K – Variáveis independentes incluindo a intercessão.	9
k <sub>1</sub> - Número de variáveis predeterminadas na equação 1 incluindo a intercessão.	5
k <sub>2</sub> - Número de variáveis predeterminadas na equação 2 incluindo a intercessão.	7
k <sub>3</sub> - Número de variáveis predeterminadas na equação 3 incluindo a intercessão.	4

Quanto à condição de ordem, de acordo com a tabela 7.2, as três equações são identificadas.

Tabela 7.2: Condição de ordem.

Equação	Número de variáveis excluídas (K-k)	Número de variáveis endógenas incluídas menos um (m-1)	Identificada
1	4	2	Identificada (Superidentificada)
2	2	2	Identificada (Exatamente identificada)
3	5	2	Identificada (Superidentificada)

Em conformidade com a tabela 7.1 a primeira equação do modelo exclui quatro variáveis, a segunda duas e a terceira cinco (correspondem às variáveis com valor zero em cada equação). Para garantirmos a *condição de rank*, precisamos de obter pelo menos um determinante diferente de zero de ordem 1, a partir dos coeficientes das variáveis excluídas de cada equação, mas incluídas nas restantes. Como em pelo menos uma das restantes equações os coeficientes são diferentes de zero, podemos escolher um desses coeficientes para formar um determinante que é necessariamente diferente de zero. Em face dos princípios gerais de identificação<sup>17</sup>, estamos perante um sistema de equações identificado, pelo que se recomenda a utilização do método dos mínimos quadrados em duas fases (*Two-stage least square 2SLS*) na sua estimação. Este método consiste em substituir as variáveis endógenas por uma combinação linear das variáveis predeterminadas no modelo e utilizar essa combinação como variável explicativa em vez da variável endógena original.

No entanto o método dos mínimos quadrados em três fases (*Three-stage least square 3SLS*) permite obter estimativas dos parâmetros mais eficientes do que o método das duas fases (*2SLS*). O método *3SLS* aplica a metodologia do *GLS* (*Generalized Least Square*) a um sistema de equações que foi estimado com o *2SLS*, sendo uma extensão dos mínimos quadrados bietápicos.

<sup>17</sup> O leitor interessado no conhecimento mais profundo destes princípios gerais de identificação poderá consultar Pindyck, R. e Rubinfeld, D. (1991), Gujarati, D. (2003), entre outros.

No método *3SLS* estão envolvidos os seguintes passos: *i*) estimar a forma reduzida do sistema pelo método *OLS* (*Ordinary Least Square*) para obter os valores estimados das variáveis endógenas; *ii*) substituir os valores estimados das variáveis endógenas na forma estrutural do sistema, estimando as equações estruturais pelo método *OLS* e *iii*) aplicar a metodologia *GLS* para estimar as equações em conjunto (Pindick e Rubinfeld, 2000).

Pelo facto do *3SLS* estimar em conjunto as equações simultâneas torna-se mais eficiente do que o *2SLS*, razão pela qual adotamos este método na estimação do nosso estudo.

### **7.3. DIAGNÓSTICO DE ENDOGENEIDADE**

A análise empírica realiza-se sobre uma amostra de empresas portuguesas com o recurso a valores médios para o período 2003 a 2007. Contudo, antes de se analisar a simultaneidade entre a rendibilidade, o número de bancos e a propriedade interna, efetua-se um diagnóstico de endogeneidade com o recurso ao método dos mínimos quadrados ordinários. Posteriormente, interpretamos globalmente as relações estabelecidas num contexto de equações simultâneas.

A tabela 7.3 dá conta dos resultados obtidos na estimação de cada uma das equações, permitindo avaliar a endogeneidade estabelecida entre a rendibilidade operacional, o número de bancos e a propriedade interna.

Tabela 7.3: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários.

Estimação	ROA [Equação 1]			Número de Bancos [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,13064	23,420	***	-0,42293	-3,197	***	128,41	44,04	***
ROA				-0,90604	-3,045	***	-80,221	-9,002	***
Número Bancos	-0,00458	-5,847	***				2,2892	5,008	***
Prop. interna	-0,00021	-8,011	***	0,00165	2,549	**			
Família				0,19079	2,576	**			
Núm. proprietários							-1,8227	-4,477	***
Núm. gestores (adm.)	0,00184	3,841	***	0,08471	8,863	***			
Idade	-0,00029	-3,820	***	0,01047	7,274	***	-0,1339	-3,024	***
Dim. empresarial	-0,00370	-4,527	***	0,34451	22,83	***	-6,6479	-15,200	***
Endividamento	-0,00074	-7,444	***						
Dívida bancária				1,16895	12,40	***			
Ativo do banco				-7,396e-09	-11,20	***			
Adjusted R Square	0,052			0,320			0,083		
Durbin-Watson	1,995			1,984			1,938		
F	39,15			245,63			76,19		
Sig.	0,000			0,000			0,000		
Nº	4.163			4.163			4.163		

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Para aferir se os parâmetros do modelo são estatisticamente diferentes de zero, utiliza-se o teste *t de student*. Este revela que as variáveis independentes consideradas nas diferentes equações apresentam valores significativos para níveis de significância inferior a 10%, sendo determinantes no modelo.

O teste *F* avalia em termos globais o modelo e não cada um dos parâmetros isoladamente. Para um nível de significância de 1% revela que é de rejeitar a hipótese da nulidade dos coeficientes das variáveis independentes, consideradas em cada modelo.

Através do teste *Durbin-Watson* analisa-se a existência de independência entre as variáveis aleatórias residuais, ou seja, se a sua covariância é nula,  $E(\epsilon_t, \epsilon_\phi) = 0$ ,  $\tau \neq \phi$ . Uma vez que o valor do teste no modelo é próximo de 2 (1,995; 1,984; 1,938, para o modelo 1, 2 e 3 respetivamente) conclui-se pela não existência de autocorrelação entre os resíduos.

O modelo de regressão linear pressupõe que as variáveis explicativas são linearmente independentes, isto é, que não se verifica a multicolinearidade. A intensidade da multicolinearidade pode ser analisada através da Tolerância e da *Variance Inflation Factor* (*VIF*). A tolerância mede o grau em que a variável *X* é explicada por todas as outras variáveis independentes. A tolerância varia entre zero e um, e quanto mais próxima estiver de zero, maior será a multicolinearidade. O valor habitualmente considerado como o limite abaixo do qual há multicolinearidade é 0,1 (Pestana, Gageiro, 2008)<sup>18</sup>. O inverso da tolerância designa-se por *VIF*. Quanto mais próximo de um estiver *VIF*, menor será a multicolinearidade. O valor habitualmente considerado como o limite acima do qual existe multicolinearidade é 10 (Pestana, Gageiro, 2008). O valor *VIF* mais elevado na estimação foi de 1,664 (equação 1), 2,127 (equação 2) e 1,356 (equação 3), assegurando-se, desse modo, a ausência de correlação significativa entre as variáveis independentes.

O modelo permite observar que a variável representativa da rentabilidade, *ROA* – endógena na equação 1, é explicativa do número de relações bancárias na equação 2 e da propriedade interna na equação 3. De igual modo a variável representativa das relações bancárias (número de bancos), participa como explicativa nas equações da rentabilidade e da propriedade interna. Por sua vez a variável que caracteriza a estrutura de propriedade (propriedade interna), assume-se como variável explicativa nas equações 1 e 2, assegura-se a reciprocidade entre as variáveis.

#### 7.4. RESULTADOS

Os resultados obtidos nas diversas estimações efetuadas indicam claramente a existência de endogeneidade entre a rentabilidade, o número de bancos e a propriedade interna. As relações estabelecidas na estimação de cada equação, adquirem justificação acrescida quando interpretadas globalmente no contexto de um modelo de equações simultâneas. Na tabela 7.4 sintetizam-se os resultados obtidos na estimação do modelo formulado

---

<sup>18</sup> Pestana, M; Gageiro, J., (2008); “Análise de dados para ciências sociais – A complementaridade do SPSS, 5ª Edição, Edições Silabo.

com recurso ao método dos mínimos quadrados em três fases (*tree-stage least square 3SLS*).

A análise empírica realizada revela, de forma evidente, a existência de simultaneidade entre a rentabilidade, o número de bancos e a propriedade interna expressa, do ponto de vista econométrico, pela significância obtida em cada uma das variáveis na estimação das restantes. Os resultados obtidos nas diversas estimações efetuadas indicam claramente a existência de simultaneidade entre elas. A estimação individual de cada equação pode não revelar uma coerência suficiente, mas interpretadas globalmente, num modelo de equações simultâneas, adquirem maior justificação.

Tabela 7.4: Resultado da estimação do sistema de equações simultâneas.

Estimação	ROA [Equação 1]			Número de Bancos [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,19000	28,810	***	-1,5292	-3,687	***	221,190	27,620	***
ROA				7,43704	2,535	**	-1128,83	-17,570	***
Número Bancos	-0,01152	-4,013	***				-11,4981	-3,429	***
Prop. interna	-0,00085	-31,360	***	-0,00769	-2,512	**			
Família				1,16246	4,652	***			
Núm. proprietários							-0,49662	-1,247	
Núm. gestores (adm.)	0,00015	0,468		0,09476	8,875	***			
Idade	-0,00018	-2,081	**	0,01166	6,864	***	-0,21403	-2,299	**
Dim. empresarial	-0,00309	-2,103	**	0,37028	19,17	***	-4,24785	-2,659	***
Endividamento	-4,783e <sup>-05</sup>	-0,717							
Dívida bancária				1,58488	8,752	***			
Ativo do banco				-7,535e <sup>-09</sup>	-10,940	***			

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

## 7.5. DISCUSSÃO DE RESULTADOS

Como se referiu na secção anterior, o modelo de equações simultâneas permite analisar não só as relações de interdependência entre a rentabilidade, o número de bancos e a propriedade interna, bem como testar as relações de causalidade que têm sido referidas



pela literatura, entre as variáveis independentes e as variáveis endógenas em cada equação. A interpretação dos resultados obtidos será realizada a dois níveis: um diz respeito às relações de interdependência estabelecidas entre as variáveis endógenas e, o outro, ao efeito das variáveis de controlo incluídas em cada uma das equações nas variáveis endógenas.

### 7.5.1. RELAÇÕES DE INTERDEPENDÊNCIA ENTRE AS VARIÁVEIS ENDÓGENAS

A análise dos resultados obtidos na tabela 7.4 revela que a rendibilidade, o número de bancos e a propriedade interna não são independentes, de seguida analisam-se as relações que se estabelecem entre elas.

#### i) Número de bancos versus rendibilidade

A primeira dimensão objeto de estudo tem em conta as relações de interdependência estabelecidas entre o número de bancos e a rendibilidade. Os resultados obtidos na tabela 7.4 revelam uma relação negativa entre o número de bancos e a rendibilidade, no entanto, esta constitui um elemento facilitador nas relações estabelecidas com as instituições financeiras.

O aumento do número de bancos tem um impacto negativo no *ROA* sugerindo que uma relação bancária mais estrita tem associada uma melhor rendibilidade. Este efeito negativo do número de bancos na rendibilidade encontra apoio no argumento evidenciado com frequência na literatura: a intensificação da relação permite um maior conhecimento mútuo, contribuindo para uma redução da assimetria de informação, caracterizada no facto de os proponentes ao crédito possuírem informação privada e exclusiva, dificilmente transferível para fora da relação. A manutenção da relação bancária num reduzido número de entidades permite diminuir a seleção adversa (*adverse selection*) e o risco moral (*moral hazard*). Nestas circunstâncias o banco credor pode praticar taxas de juro ativas diferenciadas e, em suma, contratos de crédito ajustadas ao nível de risco, bem como exigir *a priori* taxas de juro e garantias menos

elevadas, bem como cláusulas menos restritivas na elaboração dos contratos (Stiglitz e Weiss, 1981).

Uma relação ampla e consolidada, centrada num reduzido número de bancos, proporciona maior conhecimento e maior capacidade para monitorizar os acordos de crédito, permitindo ampliar a disponibilidade de recursos, propor os serviços que melhor satisfaçam as necessidades da empresa e diminuir os prémios de risco. Por sua vez, as relações bilaterais, incrementam a confidencialidade e a troca de informação, deslocando para agentes externos a assimetria de informação, incentivando a entidade bancária a investir na produção de informação sobre a empresa, aproveitando plenamente a sua posição de credor dominante, permitindo uma maior objetividade na avaliação das suas decisões. A informação produzida permite à instituição de crédito acompanhar o conjunto de ações corretivas desencadeadas pela empresa durante/após os períodos de dificuldades financeiras – *screening/ monitoring* (Campbell e Kracaw 1980). A intensificação da relação bancária revela-se como uma importante vantagem competitiva para ambas as partes: para o banco, na medida em que se apropria de informação privada que vai acumulando com o decorrer da relação, reduzindo a assimetria de informação e, para a empresa financiada, que vê na redução das assimetrias de informação a possibilidade de melhorar, a médio prazo, as condições contratuais (Petersen e Rajan, 1994, Vigneron, 2001).

Os efeitos das relações de proximidade foram analisadas por Hernandez e Martinez (2006) em 184 empresas espanholas de pequena dimensão, relativamente ao ano de 1999, concluindo que as PME's que interagem com um menor número de bancos obtêm financiamento a custo inferior. Observam ainda que as instituições financeiras mostram uma clara tendência para aumentar a exigência de garantias pessoais com o progredir da relação.

Os nossos resultados sustentam um efeito negativo do número de relações bancárias na rendibilidade estando em sintonia com o que estudos anteriores (ex. Degryse e Ongema, 2001, Farinha e Santos, 2002) têm vindo a evidenciar, contrariando as conclusões de Agarwall e Elston (2001), Weinstein e Yafeh (1998), entre outros.

Os parágrafos anteriores relatam que o número de bancos estabelece com a rendibilidade uma relação negativa. No entanto, constatamos que a rendibilidade estabelece uma relação positiva com o número de bancos. Na medida em que a empresa

melhora a sua rendibilidade o número de relações bancárias incrementa. As empresas melhoram o seu poder negocial e antecipando problemas de *hold-up* são incentivadas a estabelecer novas relações. Os resultados obtidos corroboram as conclusões de Farinha e Santos (2002) para quem as empresas portuguesas de elevados rendimentos aumentam o número de relações bancárias para minimizar os custos de *hold-up*. Na mesma linha, Carletti (2004) argumenta que as empresas com maior rendibilidade preferem relações multilaterais. Detraghiache et al., (2000) referem que as empresas com maiores oportunidades de crescimento e rendibilidade optam por várias relações reduzindo o risco de liquidez. Em sentido oposto, encontram-se argumentos que justificam a preferência das empresas de elevada rendibilidade por relações bilaterais. Yosha (1995) argumenta que as melhores empresas preferem o financiamento bilateral, reduzindo desse modo a difusão de informação confidencial a terceiros.

*ii) Propriedade interna versus rendibilidade*

A segunda dimensão, em estudo, prende-se com a relação de interdependência estabelecida entre a propriedade interna e a rendibilidade. Os resultados validam a hipótese da simultaneidade entre a propriedade interna e a rendibilidade expressa na relevância estatística dos estimadores obtidos. A análise da tabela 7.4 revela que a propriedade interna e a rendibilidade estabelecem entre si uma relação negativa.

Os gestores (administradores) com o intuito de maximizar o seu próprio interesse, podem desviar resultados e outros ativos da empresa sob seu controlo, usufruir de melhores remunerações, colocar familiares não qualificados em cargos de gestão, ou, tornarem-se insubstituíveis (La Porta et al., 2000, Gomez-Mejia et al., 2001). Os gestores podem também optar por investir em projetos de reduzido rendimento mas que podem satisfazer as suas próprias expectativas (Lisboa, 2007).

A propriedade detida pela gestão pode desenvolver um fenómeno de imunidade designado na literatura por “entrincheiramento” (Costa, 1998). De acordo com Berger et al., (1997), o “entrincheiramento” traduz a situação na qual os gestores ficam imunes à disciplina imposta por um vasto conjunto de mecanismos de controlo. O nível de “entrincheiramento” pode ser potencializado por vários factores, sendo de realçar o peso da propriedade detida pelos gestores (administradores) e pelo poder de voto na tomada de decisões (Demsetz, 1983, Fama e Jensen, 1983b, Bebchuk et al., 2009). O

comportamento oportunista dos gestores (administradores), aliado a uma reduzida probabilidade de aquisição externa, torna-os praticamente imunes à supervisão (Stulz, 1988).

Os resultados obtidos encontram-se na linha de Schulze et al., (2001) quando referem que o incremento da propriedade dá origem ao entrincheiramento e proporciona aos gestores (administradores) empregos seguros e privilégios que podem prejudicar a rendibilidade empresarial. Divergem, no entanto, do estudo de Berle e Means (1932) que referem a hipótese da “convergência de interesses” segundo a qual a propensão do gestor (administrador) em cumprir com a maximização do valor da empresa é diretamente proporcional à propriedade detida. Lee e Ryu (2003) dão igualmente conta de uma relação positiva, justificada com o facto de os gestores (administradores) terem acesso a informação privilegiada, pelo que o incremento da participação no capital constitui um sinal transmitido ao mercado sobre a melhoria da rendibilidade.

A relação de causalidade pode, no entanto, ser invertida, no sentido em que a rendibilidade pode influenciar a propriedade interna.

A análise dos resultados obtidos sugere que a rendibilidade estabelece uma relação negativa com a propriedade interna. A natureza familiar que se assume como característica de número muito significativo de empresas leva a que o seu controlo proporcione benefícios não pecuniários suficientes, levando a que a rendibilidade não constitua, *de per si*, elemento suficientemente motivador da participação do proprietário na gestão. Nas empresas com elevados níveis de controlo familiar, as decisões são menos escrutinadas, sem sufrágio público e a tomada de decisão em atribuir benefícios próprios aos membros da família podem não estar condicionados pela rendibilidade (Schulze et al., 2001, 2002).

Nas pequenas empresas, controladas pelos seus proprietários, a rendibilidade não constitui um incentivo suficientemente forte para a participação da gestão no capital da empresa (Stewart et al., 2001). Schulze et al., (2001) e Steier (2003) sugerem que os custos de agência incorridos pelas empresas de pequena dimensão estão relacionados com o sentimento altruísta dos proprietários na direção familiar, constituindo um forte estímulo para promover e sustentar o vínculo familiar.

Os resultados fortalecem a investigação anterior (Schulze et al., 2001 e Steier, 2003) que refere um efeito negativo, estatisticamente significativo, da rendibilidade na

propriedade interna. Diferem, no entanto, dos alcançados por Littuen (2000) que estuda empresas de reduzida dimensão, nas quais o desempenho estabelece uma relação positiva com o propriedade interna. Num estudo realizado com empresas de grande dimensão, Anderson e Reeb (2003) e Bhagat e Bolton (2008) identificam uma relação positiva entre a rentabilidade das ações e a propriedade interna.

*iii) Número de bancos versus propriedade interna*

A última dimensão do nosso estudo prende-se com a relação entre o número de bancos e a propriedade interna, estabelecendo estas variáveis entre si uma relação negativa, de acordo com a tabela 7.4.

A necessidade de recursos financeiros alheios, por parte da empresa e, em particular, a decisão de aumentar o endividamento, dá lugar a uma maior supervisão e controlo por parte das instituições de crédito. Tendo presente que a amostra é composta por empresas de pequena dimensão, estas enfrentam dificuldades acrescidas no acesso a fontes de financiamento externo. A insuficiência de recursos próprios, a dificuldade de acesso a fontes de financiamento, a excessiva dependência do mercado de crédito e as condições de negociação bancária constituem, para estas, um sério obstáculo (Balakrishnan e Fox, 1993).

As características que as empresas de reduzida dimensão encerram ao nível da informação gerada, aliada à dificuldade das instituições de crédito em avaliar as suas condições operacionais, dificultam a obtenção de economias de escala. A falta de reputação que caracteriza um número muito significativo destas empresas leva a um acréscimo significativo do risco moral, distinguindo-as das restantes (Vigneron, 2001). Deste modo, suportam dificuldades acrescidas no financiamento, vendo-se obrigadas a suportar custos superiores. As dificuldades sentidas por estas empresas no acesso a outras fontes de financiamento e o recurso exclusivo ao mercado de crédito incrementam a sua dependência face às instituições bancárias (Diamond, 1984).

A informação proporcionada pelas empresas às entidades de crédito é reduzida e de baixa qualidade, pelo que os riscos de incumprimento são elevados, levando os credores a implementar mecanismos de controlo, limitativos da discricionariedade na utilização dos recursos gerados, como por exemplo, a imposição de cláusulas contratuais que

podem inibir a empresa de executar determinadas ações ou, pelo contrário, obrigar ao cumprimento de outras (Bebczuk, 2004). De acordo com Freixas e Rochet (1999) estas cláusulas traduzem-se na responsabilidade da empresa prestar informações financeiras e manter os seus ativos, podendo também restringir a sua atividade.

Os parágrafos anteriores revelam a importância dos credores no processo de tomada de decisão, nomeadamente quando as cláusulas contratuais não são cumpridas. A este propósito Nini et al., (2011) referem que a violação do pacto estabelecido concede ao credor direitos acrescidos: cessação de financiamentos futuros e o reembolso imediato em caso de insolvência. Estes direitos conferem-lhe um poder acrescido nas negociações que decorrem do incumprimento das cláusulas contratuais por parte da empresa. Os autores referem ainda que os contratos alterados, na sequência do não cumprimento de um acordo, dão origem a restrições de crédito, a maturidades mais reduzidas e a taxas de juro mais elevadas relativamente às praticadas anteriormente. Os acordos alterados são também mais propensos a exigir garantias e incluem condições mais restritivas na gestão da tesouraria e nas despesas de capital. Quanto maior é a posição devedora da empresa, maior é o incentivo dos credores para vigiar a sua gestão.

No entanto, a utilização do endividamento, como mecanismo de controlo das ações de gestão e dissuasor dos conflitos de agência entre gestores (administradores) e proprietários, tem as suas limitações expressas nas restrições impostas ao aumento da dívida traduzidas pelos “*financial distress*” e nos problemas de agência com os credores.

A relação negativa identificada sugere que o acréscimo do número de credores diminui o poder de monitorização a que o gestor (administrador) está sujeito e aumenta o dever de cumprir com o serviço da dívida (Hart, 1995, Dewatripont e Maskin, 1995 e Bolton e Scharfstein, 1996).

Um outro contributo é dado pelos trabalhos de Carletti (2004) e Carletti et al., (2007) quando avaliam o impacto do número de relações nos incentivos dos bancos em acompanhar a atividade da empresa e concluem que a supervisão exercida diminui com o incremento do número de credores. Neste sentido, Bolton e Scharfstein (1996) referem que as relações multilaterais constituem um obstáculo na definição das estratégias de financiamento, por parte dos gestores (administradores). Por sua vez Hart

e Moore (1990) e Bolton e Scharfstein (1996) defendem que, quando as empresas têm problemas de liquidez, a manutenção de múltiplas fontes de financiamento torna-se onerosa, na medida em que o valor esperado da liquidação de ativos se reduz.

Numa perspectiva diferente Bris e Welch (2005) argumentam que as relações multilaterais enfraquecem o poder negocial dos credores, sendo mais difícil reunir consensos, pelo que podem surgir custos de *free-riding*.

Os resultados obtidos validam a hipótese  $H_1$ , evidenciando um impacto negativo do número de bancos na rendibilidade operacional. Num contexto de assimetria de informação, as relações que as empresas estabelecem com a instituição de crédito facilitam o intercâmbio de informação através de interações ao longo do tempo e da prestação de vários serviços financeiros.

Relativamente à propriedade interna como condicionante da rendibilidade, os valores alcançados permitem validar a hipótese  $H_2$ , revelando um impacto negativo. Quanto maior for a participação do gestor (administrador) na propriedade e na tomada de decisão, menor será a rendibilidade operacional.

A relação positiva que a rendibilidade estabelece com o número de instituições de crédito validam a hipótese  $H_3$ . As empresas mais rendíveis e com elevados níveis de crescimento são mais propensas a estabelecer relações multilaterais.

No que diz respeito ao papel desempenhado pela propriedade interna no número de bancos, formulado na hipótese  $H_4$ , o valor obtido revela-se significativo e negativo. O reforço da participação do gestor (administrador) no capital da empresa pode originar comportamentos oportunistas que aliados à falta de transparência, os torna praticamente imunes à supervisão, dificultando o estabelecimento de novas relações.

O efeito negativo da rendibilidade na propriedade interna valida a hipótese  $H_5$ , não se constituindo aquela com um incentivo suficiente a uma maior participação da gestão na propriedade da empresa. Relativamente à hipótese formulada em  $H_6$  os dados revelam um efeito negativo desempenhado pelos bancos na propriedade interna, sugerindo que o incremento do número de bancos dificulta o acompanhamento da atividade da empresa.

### **7.5.2. EFEITO DAS VARIÁVEIS DE CONTROLO NAS VARIÁVEIS ENDÓGENAS**

No modelo formulado na secção 7.2.2, identificaram-se um conjunto de variáveis independentes consideradas como determinantes das variáveis endógenas. Os resultados obtidos na tabela 7.4 revelam que todas as variáveis independentes consideradas possuem um efeito estatisticamente significativo nas variáveis representativas de cada equação, exceção feita ao número de gestores (administradores) e ao endividamento como condicionante da rendibilidade e o número proprietários que não se revela significativo na propriedade interna.

Relativamente à primeira equação (rendibilidade) na linha do que refere Sharmaa et al., (2007), a idade assume um efeito negativo na rendibilidade, fornecendo suporte empírico às teses que defendem que à medida que a propriedade é compartilhada por um número crescente de elementos os conflitos podem surgir se os interesses não estão alinhados. Uma outra justificação prende-se com o ciclo de vida da empresa (Fok et al., 2004), à medida que a empresa se torna mais madura, as oportunidades de investimento são mais limitadas, os seus ativos e capitais próprios aumentam, dando origem a uma menor eficiência na sua utilização.

Quanto ao papel desempenhado pela dimensão empresarial na rendibilidade, este revela-se significativo com um impacto negativo. Nas empresas de pequena dimensão assiste-se ao desempenho simultâneo do papel de proprietário e de gestor (administrador), por parte de um indivíduo ou família, permitindo-lhe interferir diretamente na forma como são tomadas as decisões mais importantes (Salas, 2002). O proprietário controlador detém a informação necessária que permite superar qualquer assimetria de informação, participar nas decisões tomadas pelos gestores (administradores), orientando a responsabilidade dos mesmos para a maximização do valor (Riahi-Belkaoui, 1998). Na medida em que a empresa ganha dimensão, o número de proprietários é maior, as dificuldades de coordenação aumentam e o controlo da gestão (administração) diminui.

No que diz respeito à segunda equação (número de bancos), a propriedade familiar exerce um efeito positivo no número de relações bancárias. As famílias, com



percentagem elevada de propriedade, exercem um controlo efetivo sobre a empresa, nomeadamente, quando o principal proprietário ou um dos seus membros desempenha um papel de relevo na direção. Estas circunstâncias conferem à empresa familiar vantagens traduzidas na redução de comportamentos oportunistas e de custos de supervisão, facilitando, deste modo, o relacionamento bancário (Shleifer e Vishny, 1986).

Quanto ao papel desempenhado pela dimensão do órgão de gestão (administração), este revela-se significativo e com um efeito positivo no número de relações bancárias, na medida em que pode diminuir a assimetria de informação e aumentar o poder de negociação da empresa nas relações que mantém com as instituições de crédito (Pearce e Zahra, 1992). Quanto maior for o número de gestores (administradores) maior é a pluralidade de opiniões e a capacidade para o exercício da supervisão (Pearce e Zara, 1992, Wiblin e Wood, 1999, Kim et al., 2001, entre outros).

Relativamente ao número de anos que a empresa leva de atividade a relação estabelecida com o número de bancos é positiva, revelando que a idade constitui um indicador de reputação empresarial e que os compromissos assumidos são respeitados. Os valores alcançados encontram-se em sintonia com estudos anteriores (Berger e Udell, 1995, Ongena e Smith, 2001, Detragliache et al., 2000, entre outros).

A dimensão empresarial exerce no número de bancos um efeito significativo e positivo. As empresas ao ganharem dimensão, tornam-se mais complexas, aumentam as necessidades de serviços financeiros e estabelecem um maior número de relações bancárias. O poder negocial da empresa aumenta, estando criadas as condições para que se intensifiquem o número de relações. Os resultados encontram-se em sintonia com os alcançados por Farinha e Santos (2002) e de Hernández e Martinez (2010).

No que se refere à dívida bancária, os nossos resultados revelam uma relação positiva com o número de vínculos estabelecidos com as instituições de crédito, como salienta Detragliache et al., (2000).

Por fim, a dimensão do banco, expressa pelo seu ativo médio, exerce um efeito negativo no número de bancos. Os bancos de menor dimensão encontram dificuldades acrescidas em estabelecer relações bilaterais, privilegiando as relações multilaterais (Carletti et al., 2007).

Na última equação em estudo, a da propriedade interna, a idade exerce um efeito negativo, evidenciando que nas empresas mais antigas, expostas a problemas de sucessão, a gestão é repartida pelos elementos do agregado familiar ou por gestores (administradores) profissionais com uma reduzida participação no capital da empresa (Baroniti e Caprino, 2006).

A última variável objeto de estudo no âmbito da propriedade interna, é a dimensão empresarial. Os resultados obtidos revelam que a empresa ao ganhar dimensão a propriedade detida pelos gestores (administradores) diminui. À medida que a atividade da empresa se torna mais complexa acresce a dificuldade em recrutar no seu seio as capacidades necessárias a uma gestão eficiente (Galve, 2002). Um custo significativo imposto à empresa pelos detentores de capital resulta do exercício de cargos de gestão para a qual não reúnem as competências ou capacidades necessárias (Shleifer e Vishny, 1997).

## **7.6. RESULTADOS ADICIONAIS**

Realiza-se de seguida um conjunto de estimacões adicionais que contemplam a rentabilidade do capital investido, o efeito indústria, sub-amostras da idade e dimensão

### **7.6.1. RENDIBILIDADE OPERACIONAL DOS CAPITAIS INVESTIDOS**

O primeiro teste considera a rentabilidade operacional dos capitais investidos (*ROCI*), como alternativa ao ROA.

A metodologia adotada foi em tudo semelhante à preconizada nas secções anteriores. Na tabela 7.5 constam os resultados da estimacão do modelo, com o recurso aos mínimos quadrados ordinários, revelando que a endogeneidade entre a rentabilidade, o número de bancos e a propriedade interna se encontra assegurada.

Tabela 7.5: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários - Rendibilidade operacional dos capitais investidos (ROCI).

Estimação	ROCI [Equação 1]			Número de Bancos [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
<i>Constante</i>	0,18387	19,000	***	-0,41612	-3,178	***	126,7230	44,690	***
<i>ROCI</i>				-0,59792	-3,417	***	-52,8016	-10,270	***
<i>Número Bancos</i>	-0,00892	-6,572	***				2,1733	4,762	***
<i>Prop. interna</i>	-0,00042	-9,093	***	0,00171	2,644	**			
<i>Família</i>				0,16268	2,195	**			
<i>Núm. proprietários</i>							-1,8637	-4,590	***
<i>Núm. gestores (adm.)</i>	0,00366	4,299	***	0,07958	8,112	***			
<i>Idade</i>	-0,00087	-6,571	***	0,01030	7,126	***	-0,1576	-3,560	***
<i>Dim. empresarial</i>	-0,00162	-1,133		0,34959	23,04	***	-6,3534	-14,560	***
<i>Endividamento</i>	-0,00050	-2,863	***						
<i>Dívida bancária</i>				1,14435	11,990	***			
<i>Ativo do banco</i>				-7,4335e <sup>-9</sup>	-11,240	***			

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

O passo seguinte consistiu em estimar o modelo de equações simultâneas, revelando-se os resultados obtidos na tabela 7.6 qualitativamente similares aos alcançados na secção 7.4. A análise dos valores revela que a significância estatística se mantém em todas as variáveis explicativas, exceto a da propriedade interna que perde relevância enquanto determinante do número de bancos. Os resultados confirmam que os sinais (positivos/negativos) dos coeficientes das variáveis de controlo mantêm-se inalteráveis, exceto o da dimensão empresarial que passa a ter um impacto positivo na rendibilidade e na propriedade interna.

Tabela 7.6: Resultado da estimação do sistema de equações simultâneas - Rentabilidade operacional dos capitais investidos (ROCI).

Estimação	ROCI [Equação 1]			Número de Bancos [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,28047	24,380	***	-3,96385	-3,116	***	182,651	28,260	***
ROCI				15,95300	2,472	**	-642,690	-24,000	***
Número Bancos	-0,03143	-6,027	***				-19,626	-5,810	***
Prop. interna	-0,00154	-36,110	***	-0,00642	-1,429				
Família				1,94819	3,385	***			
Núm. proprietários							-0,4092	-1,159	
Núm. gestores (adm.)	3,394e <sup>-5</sup>	0,0684		0,09892	7,1440	***			
Idade	-0,00062	-3,925	***	0,02348	4,188	***	-0,4028	-4,278	****
Dim. empresarial	0,00470	1,759	*	0,36700	17,090	***	2,7651	1,646	*
Endividamento	-6,573e <sup>-6</sup>	-0,0770							
Dívida bancária				2,81649	3,535	***			
Ativo do banco				-8,1415e <sup>-9</sup>	-8,930	***			

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

## 7.6.2. O EFEITO INDÚSTRIA

Para avaliar o efeito indústria introduzem-se no modelo variáveis *dummy*'s industriais. A endogeneidade entre a rentabilidade, o número de bancos e a propriedade interna é assegurada nos resultados da tabela 7.7, confirmando a tabela 7.8 que a significância estatística das variáveis não se altera, assim como, o seu poder explicativo. Os valores estimados revelam-se muito semelhantes aos obtidos na secção 7.4, sugerindo que o efeito indústria não altera as relações entre o número de bancos, a propriedade interna e a rentabilidade operacional do ativo.

Capítulo 7 – Número de relações bancárias, propriedade interna e rentabilidade operacional

Tabela 7.7: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – efeito indústria<sup>19</sup>.

Estimação	ROA [Equação 1]			Número de Bancos [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,17154	17,200	***	-0,41251	-1,954	*	107,659	18,270	***
ROA				-0,76699	-2,543	**	-69,425	-7,709	***
Número Bancos	-0,00412	-5,311	***				2,089	4,587	***
Prop. interna	-0,00019	-6,968	***	0,00166	2,554	**			
Família				0,14812	2,001	**			
Núm. proprietários							-1,795	-4,390	***
Núm. gestores (adm.)	0,00140	2,859	***	0,08076	8,193	***			
Idade	-0,00026	-3,392	***	0,01044	7,208	***	-0,143	-3,218	***
Dim. empresarial	-0,00315	-3,846	***	0,34032	22,210	***	-6,646	-15,190	***
Endividamento	-0,0007	-7,298	***						
Dívida bancária				1,1888	12,58	***			
Ativo do banco				-7,3713e <sup>-9</sup>	-11,16	***			
Dummy's Industriais	Sim			Sim			Sim		

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Tabela 7.8: Resultado da estimação do sistema de equações simultâneas – efeito indústria.

Estimação	ROA [Equação 1]			Número de Bancos [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,21830	19,370	***	-1,7959	-3,120	***	255,366	17,300	***
ROA				7,09080	2,320	**	-1114,29	-17,320	***
Número Bancos	-0,01343	-4,679	***				-14,1667	-4,149	***
Prop. interna	-0,00084	-32,680	***	-0,00925	-2,906	***			
Família				1,14914	4,503	***			
Núm. proprietários							-0,4715	-1,221	
Núm. gestores (adm.)	0,00010	0,342		0,09240	8,363	***			
Idade	-0,00015	-1,700	*	0,01107	6,554	***	-0,1764	-1,872	*
Dim. empresarial	-0,00202	-1,381	***	0,35374	18,920	***	-2,94749	-1,816	*
Endividamento	-4,0472e <sup>-5</sup>	-0,6236							
Dívida bancária				1,61642	8,517	***			
Ativo do banco				-7,4221e <sup>-9</sup>	-10,560	***			
Dummy's Industriais	Sim			Sim			Sim		

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

<sup>19</sup> O resultado completo da estimação encontra-se no Anexo 4 A e 4 B

### 7.6.3. SUBAMOSTRA IDADE

A análise da tabela 7.4 revela que as variáveis explicativas idade e dimensão empresarial são estatisticamente significativas em todas as equações do modelo, aconselhando a realização de estudos adicionais em subamostras.

Considerando como critério de segmentação da amostra a idade constituíram-se quatro grupos, agregando as empresas de acordo com o quartil a que pertencem.

Os resultados das tabelas 7.9, 7.10 e 7.11 mostram que não se encontra assegurada a endogeneidade entre a rentabilidade, o número de bancos e a propriedade interna para as empresas que constituem o primeiro, o segundo e o terceiro grupo.

Tabela 7.9: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – Idade (1º Quartil; observações 1 - 1041).

Estimação	ROA [Equação 1]			Número de Bancos [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,14663	11,810	***	-0,53993	-2,133	**	126,143	20,290	***
ROA				-0,31794	-0,630		-64,191	-3,898	***
Número Bancos	-0,00339	-1,810	*				2,935	2,908	***
Prop. interna	-0,00022	-3,785	***	0,00087	0,7947				
Família				0,32101	2,348	**			
Núm. proprietários							-4,922	-5,485	***
Núm. gestores (adm.)	0,00140	1,081		0,03042	1,366				
Idade	-0,00307	-3,511	***	0,00379	0,267		1,123	2,381	**
Dim. empresarial	-0,00314	-1,747	*	0,36757	13,130	***	-7,257	-8,186	***
Endividamento	-0,00063	-4,377	***						
Dívida bancária				0,65218	3,533	***			
Ativo do banco				-6,3766e <sup>-9</sup>	-5,974	***			

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Tabela 7.10: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – Idade (2º Quartil; observações 1042 - 2082).

Estimação	ROA [Equação 1]			Número de Bancos [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,13379	7,871	***	-0,66143	-1,990	**	134,350	14,910	***
ROA				-1,02628	-1,968	**	-48,310	-2,863	***
Número Bancos	-0,00639	-3,621	***				3,0158	3,077	***
Prop. interna	-9,730e <sup>-5</sup>	-1,695	*	0,00096	0,7699				
Família				0,35527	2,238	**			
Núm. proprietários							-3,3398	-3,475	***
Núm. gestores (adm.)	0,00369	3,643	***	0,06427	3,447	***			
Idade	-0,00161	-1,632		0,02422	1,471		-0,3606	-0,664	
Dim. empresarial	-0,00321	-1,851	*	0,34676	12,480	***	-7,2268	-8,322	***
Endividamento	-0,00067	-3,791	***						
Dívida bancária				1,2523	7,242	***			
Ativo do banco				-7,2976e <sup>-9</sup>	-5,963	***			

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Tabela 7.11: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – Idade (3º Quartil; observações 2083 - 3123).

Estimação	ROA [Equação 1]			Número de Bancos [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,14553	7,712	***	-1,67928	-3,399	***	121,295	10,370	***
ROA				-0,31941	-0,422		-118,643	-6,201	***
Número Bancos	-0,00194	-1,577					1,643	2,113	**
Prop. interna	-0,00029	-6,087	***	0,00157	1,065				
Família				0,19633	1,272				
Núm. proprietários							-2,377	-3,278	***
Núm. gestores (adm.)	5,2385e <sup>-5</sup>	0,0600		0,13398	6,010	***			
Idade	-0,00102	-1,107		0,08835	3,930	***	0,078	0,133	
Dim. empresarial	-0,00293	-2,089	**	0,28529	8,311	***	-5,110	-6,237	***
Endividamento	-0,00277	-6,090	***						
Dívida bancária				1,37936	6,330	***			
Ativo do banco				-6,5056e <sup>-9</sup>	-4,479	***			

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Capítulo 7 – Número de relações bancárias, propriedade interna e rentabilidade operacional

Para as empresas participantes do último grupo (4º quartil), os valores da tabela 7.12 asseguram a endogeneidade entre as variáveis e na tabela 7.13 encontram-se os resultados da estimação simultânea.

Tabela 7.12: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – Idade (4º Quartil; observações 3124 - 4163).

Estimação	ROA [Equação 1]			Número de Bancos [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,12732	10,810	***	0,36389	1,230		136,589	21,060	***
ROA				-1,56461	-2,439	**	-88,213	-4,580	***
Número Bancos	-0,00520	-3,637	***				1,671	1,832	*
Prop. interna	-0,00021	-4,387	***	0,00388	2,789	***			
Família				-0,25470	-1,720	*			
Núm. proprietários							0,883	1,197	
Núm. gestores (adm.)	0,00111	1,304		0,06814	3,864	***			
Idade	-8,4767e <sup>-6</sup>	-0,061		-0,00175	-0,618		-0,353	-4,068	***
Dim. empresarial	-0,00257	-1,565		0,36988	11,490	***	-7,590	-8,246	***
Endividamento	-0,00499	-6,935	***						
Dívida bancária				1,32520	7,297	***			
Ativo do banco				-1,1196e <sup>-8</sup>	-6,836	***			

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Tabela 7.13: Resultado da estimação do sistema de equações simultâneas – Idade (4º Quartil; observações 3124 - 4163).

Estimação	ROA [Equação 1]			Número de Bancos [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,19239	15,260	***	1,82648	3,703	***	197,988	15,540	***
ROA				-8,33448	-2,512	**	-984,747	-11,640	***
Número Bancos	-0,02062	-4,646	***				-20,236	-4,163	***
Prop. interna	-0,00093	-22,690	***	-0,01195	-1,675	*			
Família				0,36309	0,649				
Núm. proprietários							0,137	0,228	
Núm. gestores (adm.)	0,00024	0,524		0,06011	3,564	***			
Idade	-0,00024	-1,664	*	-0,00394	-1,361		-0,260	-1,771	*
Dim. empresarial	0,00138	0,520		0,31736	9,421	***	0,952	0,345	
Endividamento	-0,00057	-1,195							
Dívida bancária				1,17325	4,360	***			
Ativo do banco				-9,3103e <sup>-9</sup>	-5,971	***			

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.



A análise aos resultados da tabela 7.13 revela que as relações estabelecidas entre as variáveis endógenas se mantêm, exceto a relação que a rentabilidade estabelece com o número de bancos que passa de positiva a negativa. Os resultados sugerem que as empresas menos rentáveis e com maiores problemas de financiamento são mais propensas a estabelecer relações multilaterais (Detragliache et al., 2000). O incremento das dificuldades financeiras leva a empresa a estabelecer novas relações, ultrapassando as restrições de crédito impostas pelo banco da relação (Farinha e Santos, 2002).

#### 7.6.4. SUBAMOSTRA DIMENSÃO

Quando se adota como critério de segmentação a dimensão, as empresas agregam-se em duas subamostras. Na primeira participam as micro empresas (1614) e na segunda as restantes (2549).

Relativamente às empresas da primeira subamostra, micro, os valores da tabela 7.14 revelam que a endogeneidade não se encontra assegurada entre a rentabilidade e o número de bancos.

Tabela 7.14: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – Dimensão (Micro).

Estimação	ROA [Equação 1]			Número de Bancos [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffíc. Beta	t	Sig.	Coeffíc. Beta	t	Sig.	Coeffíc. Beta	t	Sig.
Constante	0,16125	16,920	***	0,10043	0,4991		106,282	22,010	***
ROA				-0,06975	-0,1890		-36,387	-2,900	***
Número Bancos	-0,00127	-0,773					2,0568	2,450	**
Prop. interna	-0,00002	-3,455	***	0,00163	2,058	**			
Família				-0,12735	-1,021				
Núm. proprietários							-6,9172	-9,310	***
Núm. gestores (adm.)	0,00329	2,077	**	0,01939	0,8008				
Idade	-0,00059	-4,072	***	0,01055	4,9080	***	-0,0614	-0,8328	
Dim. empresarial	-0,01035	-6,869	***	0,28418	12,710	***	-1,9384	-2,502	**
Endividamento	-0,00107	-6,588	***						
Dívida bancária				0,76090	6,248	***			
Ativo do banco				-3,5413e <sup>-9</sup>	-4,579	***			

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Capítulo 7 – Número de relações bancárias, propriedade interna e rentabilidade operacional

Quando se analisa a endogeneidade entre as variáveis para as restantes empresas, a tabela 7.15 mostra que a mesma se encontra assegurada.

Tabela 7.15: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – Dimensão (Restantes).

Estimação	ROA [Equação 1]			Número de Bancos [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,11406	11,830	***	-0,30986	-1,343		159,9540	30,460	***
ROA				-1,61022	-3,734	***	-96,1040	-7,899	***
Número Bancos	-0,00578	-6,577	***				2,41769	4,420	***
Prop. interna	-0,00023	-7,234	***	0,00209	2,189	**			
Família				0,21945	2,262	**			
Núm. proprietários							-0,47128	-0,9686	
Núm. gestores (adm.)	0,00089	1,711	*	0,08538	7,434	***			
Idade	-0,00021	-2,395	**	0,00979	5,228	***	-0,12440	-2,266	**
Dim. empresarial	-0,00067	-0,513		0,35654	12,910	***	-11,0807	-15,390	***
Endividamento	-0,00048	-3,825	***						
Dívida bancária				1,40806	10,600	***			
Ativo do banco				-1,1139e <sup>-8</sup>	-11,190	***			

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Os valores da tabela 7.16 revelam a existência de simultaneidade e que as relações estabelecidas se mantêm inalteradas.

Tabela 7.16: Resultado da estimação do sistema de equações simultâneas.

Estimação	ROA [Equação 1]			Número de Bancos [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,17714	17,4800	***	-1,81738	-2,280	**	230,870	19,68	***
ROA	-0,01327	-4,955	***	13,45430	1,908	*	-128,540	-20,290	***
Número Bancos	-0,00077	-31,2800	***				-16,564	-4,685	***
Prop. interna				-0,01667	-2,458	**			
Família				2,01483	3,452	***			
Núm. proprietários							-0,3082	-0,728	
Núm. gestores (adm.)	1,4652e <sup>-5</sup>	0,05650		0,10175	7,001	***			
Idade	-0,00013	-1,307		0,01108	4,330	***	-0,1657	-1,399	
Dim. empresarial	-0,00134	-0,7534		0,34170	9,809	***	-2,0686	-0,934	
Endividamento	-1,0996e <sup>-5</sup>	-0,1837							
Dívida bancária				2,42720	4,624	***			
Ativo do banco				-1,0799e <sup>-8</sup>	-8,943	***			

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

### 7.7. RESUMO E CONCLUSÃO

A análise empírica realizada sobre uma amostra de PME's portuguesas mostra, de forma evidente, a existência de relações de interdependência entre a rendibilidade operacional, o número de bancos e a propriedade interna. Segundo a metodologia sugerida na estimação das equações simultâneas, primeiro procede-se à análise da endogeneidade. Com o recurso à estimação dos mínimos quadrados ordinários de cada equação foi possível avaliar a sua relevância estatística, confirmando que as variáveis estabelecem relações entre si.

Uma vez asseguradas as relações de endogeneidade entre a rendibilidade, o número de bancos e a propriedade interna, o estudo contemplou a interdependência criada entre estas, efetuando-se um tratamento conjunto com o recurso a um sistema de equações simultâneas. A interpretação dos resultados suporta o modelo formulado e a existência de interdependência entre as variáveis, nas PME's portuguesas.

Na primeira relação contemplámos a rendibilidade e o número de bancos, verificando que o número destes condiciona a rendibilidade e esta, porém, o número daqueles. Deste modo, a reciprocidade entre o número de relações bancárias e a rendibilidade está assegurada. O sinal negativo obtido na relação que o número de bancos estabelece com a rendibilidade sugere que esta promove laços estritos, concede maior incentivo ao banco credor para supervisionar a atividade da empresa, reduz o *free-riding*, permite eliminar a duplicação de esforços de vigilância e controlo e facilita a renegociação da dívida (Sharpe, 1990, Rajan, 1992, Diamond, 1984 e Bolton e Scharsfstein, 1996). Quando se analisa o impacto da rendibilidade sobre o número de relações bancárias, expressa na relação positiva estabelecida, os resultados sugerem que as empresas com melhor rendibilidade são incentivadas a estabelecer novas relações. Estas permitem reduzir os custos de *hold-up* (Sharpe, 1990, Rajan (1992) constituindo uma solução para os constrangimentos que decorrem das relações bilaterais (Dewatripon e Maskin, 1995). No mesmo sentido, Detragliache et al., (2000) preconizam que as empresas com maiores oportunidades de crescimento preferem as relações multilaterais reduzindo, deste modo, os riscos de liquidez.

Na segunda relação foi objeto de análise a relação entre a propriedade interna e a rendibilidade, mostrando os resultados que esta é negativa. De acordo com Jensen e Meckling (1976), a tendência natural dos gestores é afetar recursos da empresa aos seus próprios interesses, podendo gerar conflitos de interesses com os restantes *stakeholders*. A propriedade detida pelo gestor (administrador) pode torná-lo imune à disciplina imposta por um conjunto de mecanismos de controlo, levando-o a atuar em benefício próprio em detrimento dos interesses empresariais. Os resultados mostram ainda que a rendibilidade exerce um efeito negativo na propriedade interna, o que sugere que em muitas circunstâncias o proprietário controlador realiza atividades destinadas a extrair benefícios privados, perdendo relevância a rendibilidade enquanto mecanismo indutor da participação do gestor (administrador) no capital da empresa (La Porta et al., 2000).

A última relação contemplou a interdependência entre o número de bancos e a propriedade interna, num contexto de assimetria de informação, revelando-se negativa. Vários estudos partindo dos custos de informação e dos problemas de agência procuram analisar de forma autónoma as políticas financeiras da empresa, considerando a propriedade interna como um atributo exógeno. Contudo, a teoria da agência e da sinalização sugerem que a política de relacionamento bancário e a propriedade interna dependem não só das características específicas da empresa, mas também dos vínculos que se estabelecem entre si. As empresas podem minimizar os custos criados pela assimetria de informação otimizando, conjuntamente, as políticas de relacionamento bancário e de propriedade interna. A relação estabelecida pode ainda ser entendida no contexto do problema de substituição de ativos (Jensen e Meckling, 1976), segundo a qual os gestores (administradores) pretendem ter um controlo sobre as decisões operacionais maior do que o banco está disposto a permitir.

Os testes adicionais efetuados ao modelo contemplaram a substituição do indicador de rendibilidade operacional do ativo (*ROA*) pela rendibilidade operacional do capital investido (*ROCI*), a introdução de variáveis *dummy's* sectoriais e o estudo de subamostras da idade e dimensão. Os resultados dos dois primeiros testes revelaram-se qualitativamente similares aos obtidos na secção 7.4 (Resultados) e a significância estatística obtida pela idade e pela dimensão empresarial nos resultados da estimação do modelo, levou-nos a criar subamostras com base nestes critérios. Os valores revelam ainda que a simultaneidade entre a rendibilidade, o número de bancos e a propriedade

interna está assegurada para as empresas que compõem o quarto quartil da idade e para as empresas que não cumprem com os requisitos para serem consideradas como micros.



## **CAPÍTULO 8**

### **ESTABILIDADE DA RELAÇÃO BANCÁRIA, CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE E RENDIBILIDADE OPERACIONAL**





## **8.1. INTRODUÇÃO**

O capítulo anterior revelou existir interdependência entre as relações bancárias, a estrutura de propriedade e a rendibilidade operacional, ao tomar como indicadores para aferir estes atributos o número de bancos, a propriedade interna e a rendibilidade operacional do ativo.

A literatura (Petersen e Rajan, 1994, Vigneron, 2001, entre outros) sugere que o aprofundamento da relação bancária constitui uma importante vantagem competitiva para ambas as partes: para o banco, que reduz as assimetrias de informação com o decorrer da relação e para a empresa que vê nessa redução a possibilidade de melhorar as condições de financiamento.

A questão que nos propomos abordar neste capítulo tem a ver com os efeitos que a estabilidade da relação bancária pode ter na rendibilidade empresarial e não com a sua natureza (bilateral versus multilateral). Ou seja, pretendemos avaliar em que medida as dificuldades sentidas pela empresa (seleção adversa e risco moral), num contexto de assimetria de informação, são superadas com a estabilidade da relação.

Muito embora exista uma literatura empírica crescente, no sentido de avaliar o efeito do número de relações bancárias no desempenho empresarial, pelo que sabemos, ainda não existe nenhum estudo que avalie o efeito da estabilidade da relação bancária na rendibilidade das nossas empresas.

A segunda questão a abordar neste capítulo decorre da importância que tem vindo a assumir na literatura a concentração da propriedade como condicionante da rendibilidade empresarial. A investigação sobre esta temática tem sido levado a cabo essencialmente em empresas americanas. A dispersão de propriedade que as caracteriza

leva a que a sua aplicabilidade noutros contextos seja limitada (Cho, 1998, Demsetz e Villalonga, 2001). Na verdade os países anglo-saxónicos caracterizam-se por uma propriedade concentrada e estrategicamente orientada para os proprietários estáveis. As relações de longo prazo garantem o desenvolvimento sustentável ao contrário de privilegiarem a rendibilidade ou os direitos de controlo sobre a empresa. Põe-se então a questão de saber se a propriedade detida pelos principais detentores de capital desempenha um papel importante na estrutura de propriedade e na rendibilidade.

A concentração de propriedade, enquanto mecanismos de governo, configura-se como determinante dos custos de agência (Jensen e Meckling, 1976). Com base nesta premissa, o efeito da concentração de propriedade sobre o desempenho tem sido amplamente documentada na literatura, nomeadamente, para as empresas dos Estados Unidos e do Reino Unido.

A dispersão da propriedade cria problemas de *free-riding* e torna difícil a supervisão, esperando-se do aumento da concentração um impacto positivo no desempenho da empresa. Consistente com esta hipótese (supervisão), Shleifer e Vishny (1986) referem o papel importante desempenhado pelos grandes proprietários e o modo como o preço das ações sobe com a percentagem detida. Os proprietários com elevada participação no capital revelam maior vontade em desempenhar um papel ativo na tomada de decisão, na medida em que interiorizam os benefícios do seu esforço de acompanhamento (Grossman e Hart, 1986). O método utilizado pelos grandes proprietários para supervisionar a gestão resulta de acordos informais estabelecidos entre si (Shleifer e Vishny, 1997). No entanto, a concentração de propriedade pode gerar conflitos entre proprietários controladores e minoritários, dando origem a um pior desempenho, como a hipótese de expropriação preconiza. As divergências induzem um problema perverso generalizado em que os proprietários controladores expropriam a riqueza dos minoritários. Os pequenos investidores temem ser expropriados com a realização de investimentos ineficientes, que acarretam elevados custos para a empresa (La Porta et al., 1999a). Shleifer e Vishny (1997) argumentam que, nalguns países, os problemas de agência resultam do conflito entre proprietários controladores e minoritários, ao contrário de se centrarem entre os proprietários e os gestores. Desta forma, elevadas participações podem gerar custos, nomeadamente quando os proprietários maioritários não redistribuem a riqueza de forma equitativa com os minoritários, pelo facto de os interesses nem sempre serem coincidentes.

Muitos autores analisam a relação entre a concentração de propriedade e o desempenho, procurando determinar a existência de uma estrutura ótima. Por exemplo Leech e Leahy (1991) num estudo realizado sobre 470 empresas cotadas no Reino Unido documentam uma relação linear inversa entre a concentração da propriedade e o desempenho. A mesma relação foi observada por Mudambi e Nicosia (1998) e Lehmann e Weigand (2000) para uma amostra de empresas inglesas e germânicas, respetivamente.

Por sua vez, uma relação linear positiva entre a concentração de propriedade e o desempenho é validado para uma amostra de empresas americanas por Hill e Snell (1988) e Agrawall e Mandelker (1990), japonesas (Kaplan e Minton, 1994, Gedajlovic e Shapiro 2002) e germânicas (Gorton e Schmid, 2000). Gedajlovic e Shapiro (2002) referem que os investidores, no contexto institucional japonês estão pouco protegidos pelo sistema legal e a propriedade encontra-se muito concentrada. Assim, os proprietários minoritários, ao contrário do que ocorre noutros países, não são expropriados dado que os bancos desempenham um papel importante no controlo empresarial, levando à convergência de interesses entre detentores de capital e entre estes e os gestores (administradores).

No entanto quando os proprietários dominantes têm poder suficiente de controlo, podem maximizar a riqueza pessoal em detrimento do valor da empresa, levando ao conflito de interesses entre maioritários e minoritários.

Neste sentido, Miguel et al., (2004) quando analisam as empresas cotadas em Espanha, dão conta de uma relação não linear, constatando uma subida no valor de mercado para níveis de concentração da propriedade inferiores a 87 por cento, como consequência do efeito da supervisão, mas acima deste os acionistas minoritários são expropriados, através da uma diminuição do valor da empresa, estabelecendo-se, deste modo, uma relação de “U invertido”. Como explicação dos resultados obtidos, o trabalho refere um conjunto de características institucionais inerentes ao sistema de governo empresarial espanhol, que o diferencia entre outros aspetos: no nível de concentração de propriedade, na eficácia dos conselhos de administração, no desenvolvimento do mercado de capitais, na atividade do mercado de controlo empresarial e na proteção jurídica dos investidores. Outros autores (Gedajlovic e Shapiro, 2002, Anderson e Reeb, 2003) estabelecem também uma relação não linear entre a concentração de propriedade e o desempenho, divergindo, no entanto, quanto ao valor a partir do qual o efeito da supervisão substitui o da expropriação. Esta divergência decorre dos diferentes sistemas

de governo empresarial, da proteção jurídica dos investidores, do desenvolvimento do mercado de capitais, do papel do mercado no controlo empresarial, da indústria, entre outros (Shleifer e Vishny, 1997, La Porta et al., 1998).

Num estudo mais recente, realizado sobre PME's espanholas não cotadas na bolsa, Arosa et al., (2010) referem que não foi identificada qualquer relação entre a concentração de propriedade e a rendibilidade empresarial, não encontrando qualquer evidência que corrobore a hipótese de supervisão e expropriação para as empresas analisadas. Ou seja, os argumentos testados em relação às empresas cotadas não se colocam para as não cotadas. Neste caso, o nível de concentração de propriedade não tem qualquer influência direta sobre o comportamento dos proprietários, o que pode estar relacionado com o *status* e a estrutura de propriedade das empresas não cotadas. No entanto, ao dividirem a amostra em função da natureza da propriedade, os resultados sugerem que a relação entre a concentração de propriedade e o desempenho se altera em função de a empresa ser gerida pelo fundador ou pelos seus herdeiros. Nas empresas familiares de primeira geração, assiste-se a uma relação positiva entre a concentração de propriedade e o desempenho para baixos níveis de direitos de controlo, prevalecendo a hipótese da supervisão; e uma relação negativa para níveis elevados de concentração, como consequência da hipótese da expropriação.

No contexto das empresas industriais japonesas, Hu e Izumida (2008) analisam a relação de causalidade entre concentração de propriedade e o desempenho. Os resultados obtidos sugerem uma relação em “U”, em consonância com o efeito da expropriação predominante nos baixos níveis de propriedade e do efeito de supervisão para níveis mais elevados, aos quais está associado um melhor desempenho.

Este capítulo, para além desta parte introdutória, encontra-se estruturado da seguinte forma: no ponto seguinte apresenta-se a metodologia, na secção 8.3 os resultados obtidos, na secção 8.4 discutem-se os resultados, na secção 8.5 analisa-se a robustez dos modelos formulados, na secção 8.6 utilizam-se os dados em painel como metodologia alternativa, por fim, na secção 8.7 apresentam-se as principais conclusões.

## 8.2. METODOLOGIA

No capítulo anterior considerámos que a rendibilidade era quantificada pela rendibilidade operacional, as relações bancárias pelo número de bancos e a estrutura de propriedade pela propriedade interna. A secção 8.1. permitiu identificar novos indicadores para duas das dimensões em estudo: *i*) a estabilidade da relação para caracterizar as relações bancárias e *ii*) e a concentração da propriedade como variável representativa da estrutura de propriedade.

A estabilidade da relação bancária é medida pelo quociente entre os bancos comuns e o número de bancos com que a empresa estabelece relações no período em análise (2003-2007). O seu valor varia entre zero (nenhum dos bancos se mantém no período em análise) e um (a empresa mantém relações com todos eles). A concentração de propriedade é expressa pela propriedade detida pelos dois principais acionistas, variando o seu valor entre 12 e 100 por cento. A tabela 8.1 descreve as principais estatísticas descritivas de cada uma destas variáveis.

Tabela 8.1: Estatística descritiva da estabilidade da relação bancária e da concentração de propriedade.

	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
<i>Estab. rel. bancária</i>	0	1	0,84	0,265
<i>Concent. propriedade</i>	12	100	90,22	16,175

Considerando o modelo definido na secção 7.2.2., efetua-se um diagnóstico de endogeneidade, considerando a estabilidade da relação bancária e a concentração de propriedade.

Na primeira estimação, substitui-se o número de relações bancárias pela estabilidade da relação. Os resultados obtidos, expressos na tabela 8.2, não permitem assegurar a endogeneidade entre a rendibilidade e a estabilidade da relação bancária.

Tabela 8.2: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – Estabilidade da Relação Bancária.

Estimação	ROA [Equação 1]			Estab. Rel. Bancária [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,13413	20,99	***	0,85759	25,090	***	122,864	35,680	***
ROA				-0,03382	-0,4440		-84,359	-9,480	***
Estab. Rel. Bancária	0,00154	0,4984					3,2196	1,789	*
Prop. interna	-0,00023	-8,640	***	0,000284	1,696	*			
Família				0,004289	0,2241				
Núm. proprietários							-1,7048	-4,184	***
Núm. gestores (adm.)	0,00153	3,192	***	0,00058	2,3290	**			
Idade	-0,00034	-4,452	***	0,00011	2,9730	***	-0,1156	-2,611	***
Dim. empresarial	-0,00556	-7,282	***	-0,03020	-7,7460	***	-5,5513	-14,000	***
Endividamento	-0,00074	-7,314	***						
Dívida bancária				-0,07002	-2,8840	***			
Ativo do banco				2,5297e <sup>-9</sup>	14,8200	***			

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Na segunda, toma-se como *proxy* da estrutura de propriedade a concentração de propriedade. A análise tabela 8.3 revela que entre algumas das variáveis endógenas não se estabelecem relações estatisticamente significativas.

Tabela 8.3: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – Concentração de propriedade.

Estimação	ROA [Equação 1]			Número Bancos [Equação 2]			Concent. propriedade [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,09588	13,570	***	-0,22037	-1,278		120,101	110,600	***
ROA				-0,92874	-3,122	***	-3,6497	-1,096	
Número Bancos	-0,00517	-6,573	***				-0,2502	-1,466	
Concent. propriedade	0,00012	2,234	**	-0,00159	-1,562				
Família				0,29284	4,953	***			
Núm. proprietários							-9,6203	-63,250	***
Núm. gestores (adm.)	0,00288	5,829	***	0,08137	8,094	***			
Idade	-0,00027	-3,486	***	0,01024	7,110	***	0,0097	0,586	
Dim. empresarial	-0,00279	-3,421	***	0,34231	22,690	***	-0,6303	-3,857	***
Endividamento	-0,00075	-7,416	***						
Dívida bancária				1,17421	12,460	***			
Ativo do banco				-7,3921e <sup>-9</sup>	-11,190	***			

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Os resultados obtidos nas tabelas 8.2 e 8.3 não permitem que, há semelhança do capítulo anterior, se estude a simultaneidade entre as variáveis.

No entanto, a revisão da literatura refere que a assimetria de informação cria dificuldades acrescidas às empresas, nomeadamente de seleção adversa e risco moral, levando a que muitas abduquem de boas oportunidades de investimento (Degryse et al., 2005). A informação recolhida ao longo do tempo permite reduzir os custos de supervisão e acompanhamento, contribuindo para minimizar o problema de *free-rider* e criar uma maior flexibilidade nos termos contratuais (Boot et al., 1993). Como resultado destes dois efeitos opostos, a literatura sugere uma relação não linear entre a estabilidade da relação e a rendibilidade, formulada no seguinte modelo:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 \text{ Estab. Rel. Bancária} + \beta_2 \text{ Estab. Rel. Bancária}^2 + \beta_3 \text{ Idade} + \\ + \beta_4 \text{ Dimensão empresarial} + \beta_5 \text{ Endividamento} + \varepsilon$$

Equação [4]

As variáveis de controlo utilizadas nesta equação são as utilizadas no capítulo anterior, com a exceção da variável “*número de gestores (administradores)*”.

Relativamente à relação que a concentração de propriedade estabelece com a rendibilidade, torna-se difícil na literatura reunir consensos. Se por um lado uma maior concentração permite uma maior supervisão, por outro pode levar o proprietário controlador a usufruir de benefícios privados expropriando a empresa (Shleifer e Vishny, 1986). Para avaliar estes efeitos o modelo formulado assume a seguinte especificação:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 \text{ Concent. propriedade} + \beta_2 \text{ Concent. propriedade}^2 + \beta_3 \text{ Idade} + \\ + \beta_4 \text{ Dimensão empresarial} + \beta_5 \text{ Endividamento} + \varepsilon$$

Equação [5]

Na equação 5 consideraram-se todas as variáveis de controlo do capítulo anterior com exceção das variáveis “*Familia*” e “*número de gestores (administradores)*”.

### 8.3. RESULTADOS

Nesta secção apresentamos os resultados dos modelos formulados (equação 4 e 5), tendo presente a revisão da literatura. Os parâmetros estimados de cada um dos modelos são obtidos através dos mínimos quadrados ordinários (*OLS*). O resultado dos modelos formulados na equação 4 e 5 encontra-se na tabela 8.4 e 8.5, respetivamente.

Tabela 8.4: Impacto da estabilidade da relação bancária na rendibilidade operacional do ativo.

Estimação	ROA		
	<i>Coeffic. Beta</i>	t	Sig.
<i>Constante</i>	0,11153	17,550	***
<i>Estab. Rel. Bancária</i>	-0,04128	-2,560	**
<i>Estab. Rel. Bancária<sup>2</sup></i>	0,03316	2,687	***
<i>Idade</i>	-0,00028	-3,658	***
<i>Dim. empresarial</i>	-0,00283	-4,111	***
<i>Endividamento</i>	-0,00076	-7,486	***

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Tabela 8.5: Impacto da concentração de propriedade na rendibilidade operacional do ativo.

Estimação	ROA		
	<i>Coeffic. Beta</i>	t	Sig.
<i>Constante</i>	0,12073	10,260	***
<i>Concent. propriedade</i>	-0,00061	-2,053	**
<i>Concent. propriedade<sup>2</sup></i>	4,5815e <sup>-6</sup>	2,167	**
<i>Idade</i>	-0,00027	-3,513	***
<i>Dim. empresarial</i>	-0,00314	-4,626	***
<i>Endividamento</i>	-0,00076	-7,495	***

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.



#### 8.4. DISCUSSÃO DE RESULTADOS

A tabela 8.4 sintetiza os resultados da estimação da equação 4 e sugerem que a estabilidade da relação bancária tem um impacto não linear sobre a rendibilidade operacional. O coeficiente da variável da estabilidade da relação bancária é negativo ( $B_1 < 0$ ) e o seu quadrado é positivo ( $B_2 > 0$ ), o que traduz uma relação quadrática em forma de “U”, sugerindo que, na consolidação de novas relações, as dificuldades sentidas pela empresa em ultrapassar os problemas de seleção adversa e risco moral se traduzem negativamente na rendibilidade. No entanto, na medida em que a empresa solidifica a relação e as instituições bancárias adquirem informação, os custos de supervisão e acompanhamento diminuem, as restrições de crédito são menores e as condições contratuais ajustadas às necessidades da empresa, traduzindo-se estes factos positivamente na rendibilidade.

A especificação quadrática proposta na equação 4 apresenta apenas um ponto de inflexão que pode ser determinado derivando a função em ordem à estabilidade da relação bancária. Calculando a primeira derivada e igualando a zero, obtém-se o valor da variável onde a função atinge um extremo. Como o coeficiente do termo de maior grau é positivo (0,03316), a função tem um mínimo, em  $C_1 = - (B_1/2B_2)$ , que para a amostra em estudo é de 0,682. Os resultados obtidos sugerem que os problemas de seleção adversa e risco moral levam o banco a exigir *a priori* taxas de juro e garantias mais elevadas, bem como cláusulas mais restritivas. Este problema leva a que muitas empresas abdicuem de boas oportunidades de investimento, condicionando a sua rendibilidade (Degryse et al., 2005). Na medida em que a empresa consegue estabelecer relações estáveis, melhora a flexibilidade negocial, aumenta o controlo exercido pela entidade de crédito, desenvolve a reputação e a confidencialidade, podendo otimizar as suas decisões e aumentar o rendimento esperado (Ongena e Smith, 2000). A estabilidade da relação permite à empresa ceder informação “valiosa” imprescindível à disponibilização de recursos por parte da instituição de crédito.

O impacto das variáveis de controlo (idade, dimensão empresarial e endividamento) na rendibilidade mantém-se, não se alterando o sinal dos coeficientes anteriormente obtidos na tabela 7.4.

Os resultados da estimação da relação entre a concentração de propriedade e a rendibilidade (equação 5) encontram-se na tabela 8.5. Os valores obtidos sugerem que a concentração de propriedade tem um impacto não linear sobre a rendibilidade, expresso no nível de significância dos coeficientes da regressão. Particularmente, o coeficiente da variável da concentração de propriedade é negativo ( $B_1 < 0$ ) e o seu quadrado positivo ( $B_2 > 0$ ), o que traduz uma relação quadrática em forma de U, sinónimo de que, para baixos níveis de direitos de controlo prevalece a hipótese da expropriação e, para níveis mais elevados, a hipótese da supervisão.

O efeito negativo da concentração da propriedade na rendibilidade, para níveis baixos de concentração, sugere que prevalecem dois custos potenciais. Por um lado, há um incentivo do proprietário realizar ações que aumentam a sua função de utilidade pessoal, reduzindo o desempenho empresarial (Anderson e Reeb, 2003), podendo a estas estarem associadas decisões de investimento menos eficientes (Cronqvist e Nilsson, 2003), por outro, Gomez-Mejia et al., (2001) sugerem que há medida que a concentração de propriedade aumenta se verifica uma influência de controlo sobre os gestores, que pode conduzir a um maior entrenchamento. A inversão da concavidade da relação quadrática, relativamente à obtida por outros estudos com incidência em grandes empresas, pode estar relacionada com o facto de estas últimas possuírem sistemas de controlo externo, uma gestão profissionalizada e a uma propriedade mais dispersa, onde os detentores de capital compram e vendem ações nos mercados de valores mobiliários de elevada liquidez. Nas empresas cotadas, a propriedade perde relevância enquanto mecanismo de supervisão, dado que este é assegurado por forças externas (mercado, leis/regulamentos). Em contrapartida, nas empresas de pequena dimensão, predominam os sistemas de controlo interno, uma propriedade mais concentrada e onde menos se faz sentir a eficiência dos mercados de valores. A estrutura de propriedade desempenha, deste modo, um papel importante na disciplina dos gestores e determina de forma significativa a rendibilidade, por falta de mecanismos eficazes de controlo externo.

Como o coeficiente do termo de maior grau é positivo, podemos afirmar que a função tem um mínimo, em  $C_1 = - (B_1/2B_2)$ , que para a amostra em estudo é de 66,57%. O facto do coeficiente  $B_2$  apresentar um valor muito reduzido é sintomático que a parábola tem a forma de “U” muito aberto.

Os resultados obtidos estão em consonância com as conclusões de Hu e Izumida (2008) num estudo realizado no Japão sobre empresas familiares de pequena dimensão. No entanto, estabelecem uma relação inversa aos de Miguel et al., (2040) que identificaram uma relação em forma de “U” invertida, num estudo com empresas cotadas espanholas. Por sua vez, Arosa et al., (2010) e Westhead e Howorth (2006), não identificaram qualquer relação estatisticamente significativa.

Relativamente às variáveis de controlo, o impacto na rendibilidade não se altera quando comparado com os resultados verificados na tabela 7.4.

### 8.5. ANÁLISE DE ROBUSTEZ

Para validar os resultados obtidos realizam-se testes de robustez aos modelos formulados na secção 8.2, alterando-se alguns dos indicadores utilizados para medir as diferentes dimensões. Na equação 4 são introduzidas *de per si* as seguintes alterações: *i*) substitui-se o *ROA* pelo *ROCI* e *ii*) no denominador da estabilidade da relação bancária considera-se o número médio de bancos ou, em alternativa, o número de bancos de 2007. Na equação 5 substitui-se o *ROA* pelo *ROCI*. A metodologia adotado foi em tudo semelhante à do capítulo anterior.

Os testes de robustez ao modelo formulado na equação 4 são os seguintes:

#### a) Substituição do *ROA* pelo *ROCI*

Efetua-se um estudo de endogeneidade ao modelo formulado na secção 7.2.2. adotando-se a *ROCI* para medir a rendibilidade e a estabilidade da relação<sup>20</sup> como indicador das relações bancárias. Os resultados da estimação constam da tabela 8.6 e a sua análise revela que não existe endogeneidade entre a rendibilidade operacional dos capitais investidos e a estabilidade da relação. Por sua vez, a propriedade interna condiciona a estabilidade da relação, não se assegurando a relação inversa.

---

<sup>20</sup> A estabilidade da relação bancária é determinada pelo quociente entre o número de bancos comuns e o número total de bancos.

Tabela 8.6. Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – *ERB* (bancos comuns / número total de bancos) e *ROCI*.

Estimação	ROCI [Equação 1]			Estab. Rel. Bancária [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
<i>Constante</i>	0,19751	17,810	***	0,86742	25,680	***	121,908	36,010	***
<i>ROCI</i>				-0,06931	-1,536		-55,255	-10,780	***
<i>Estab. Rel. Bancária</i>	-0,00359	-0,6703					2,8871	1,609	
<i>Prop. interna</i>	-0,00045	-9,737	***	0,00028	1,681	*			
<i>Família</i>						**			
<i>Núm. proprietários</i>							-1,7528	-4,314	***
<i>Núm. gestores (adm.)</i>	0,00315	3,682	***	0,00561	2,216	**			
<i>Idade</i>	-0,00096	-7,210	***	0,00106	2,841	***	-0,1410	-3,187	***
<i>Dim. Empresarial</i>				-0,03007	-7,683	***	-5,3062	-13,460	***
<i>Endividamento</i>	0,00048	-2,732	***						
<i>Dívida bancária</i>				-0,07672	-3,116	***			
<i>Ativo do banco</i>				2,5279e <sup>-9</sup>	14,820	***			

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

De seguida adotou-se a *ROCI* como indicador de rendibilidade e os resultados obtidos dos parâmetros estimados da equação 4 encontram-se na tabela 8.7. Os valores são qualitativamente muito semelhantes aos da tabela 8.4, mantendo todos os coeficientes o sinal, contudo a dimensão empresarial perde relevância estatística.

Tabela 8.7. Impacto da *ERB* (bancos comuns / número total de bancos) no *ROCI*.

Estimação	ROCI		
	Coeffic. Beta	t	Sig.
<i>Constante</i>	0,14658	13,250	***
<i>Estab. Rel. Bancária</i>	-0,05298	-1,887	*
<i>Estab. Rel. Bancária<sup>2</sup></i>	0,03804	-1,770	*
<i>Idade</i>	-0,00084	-6,290	***
<i>Dim. empresarial</i>	-0,00028	-0,238	
<i>Endividamento</i>	-0,00052	-2,957	***

b) Estabilidade da relação bancária definida por bancos comuns / número médio de bancos

Os resultados da estimação do modelo formulado em 7.2.2, expressos na tabela 8.8 revelam que a endogeneidade entre as variáveis não se encontra assegurada.

Tabela 8.8. Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – ERB (bancos comuns / número médio de bancos) e ROA.

Estimação	ROA [Equação 1]			Estab. Rel. Bancária [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,13539	20,340	***	0,86212	30,250	***	122,508	33,900	***
ROA				-0,04314	-0,6730		-84,274	-9,470	***
Estab. Rel. Bancária	0,00049	0,1335					3,7019	1,708	*
Prop. interna	-0,00023	-8,589	***	0,00023	1,680	*			
Família				0,00083	0,0524				
Núm. proprietários							-1,7031	-4,180	***
Núm. gestores (adm.)	0,00163	3,299	***	0,00431	2,042	**			
Idade	-0,00034	-4,442	***	0,00100	3,230	***	-0,1155	-2,610	***
Dim. empresarial	-0,00567	-7,416	***	-0,01862	-5,690	***	-5,5821	-14,150	***
Endividamento	-0,00073	-7,302	***						
Dívida bancária				-0,04856	-2,392	**			
Ativo do banco				1,9499e <sup>-9</sup>	13,700	***			

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

A tabela 8.9 expressa os resultados da estimação da equação 4, revelando-se muito semelhantes aos da tabela 8.4.

Tabela 8.9. Impacto da ERB (bancos comuns / número médio de bancos) no ROA.

Estimação	ROA		
	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,11461	17,240	***
Estab. Rel. Bancária	-0,04919	-3,181	***
Estab. Rel. Bancária <sup>2</sup>	0,03819	3,285	***
Idade	-0,00028	-3,673	***
Dim. empresarial	-0,00286	-4,184	***
Endividamento	-0,00076	-7,477	***

c) Estabilidade da relação bancária definida por bancos comuns / número de bancos de 2007

Da estimação do modelo apresentado na secção 7.2.2, os valores alcançados na tabela 8.10 não permitem o estudo da simultaneidade.

Tabela 8.10. Estudo da endogeneidade - resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – ERB (bancos comuns / número de bancos de 2007) e ROA.

Estimação	ROA [Equação 1]			Estab. Rel. Bancária [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,13674	20,920	***	0,8491	27,900	***	122,587	34,560	***
ROA				-0,0739	-1,079		-84,161	-9,458	***
Estab. Rel. Bancária	-0,00101	-0,2938					3,565	1,762	*
Prop. interna	-0,00023	-8,614	***	0,00020	1,350				
Família				0,01061	0,623				
Núm. proprietários							-1,702	-4,179	***
Núm. gestores (adm.)	0,00154	3,224	***	0,00463	2,104	**			
Idade	-0,00033	-4,388	***	0,00161	4,894	***	-0,118	-2,655	***
Dim. empresarial	-0,00564	-7,418	***	-0,02232	-6,432	***	-5,569	-14,090	***
Endividamento	-0,00073	-7,313	***						
Dívida bancária				-0,05036	-2,323	**			
Ativo do banco				2,2429e <sup>-9</sup>	14,760	***			

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Da estimação da equação 4 obtêm-se os resultados da tabela 8.11 que se apresentam muito semelhantes aos da tabela 8.4.

Tabela 8.11. Impacto da ERB (bancos comuns / número de bancos de 2007) no ROA.

Estimação	ROA		
	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,11592	17,740	***
Estab. Rel. Bancária	-0,05140	-3,198	***
Estab. Rel. Bancária <sup>2</sup>	0,03900	3,182	***
Idade	-0,00028	-3,696	***
Dim. empresarial	-0,00288	-4,203	***
Endividamento	-0,00076	-7,493	***

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Teste de robustez ao modelo formulado na equação 5.

No último teste, substitui-se a propriedade interna pela concentração de propriedade no modelo formulado na secção 7.2.2. Os resultados da estimação encontram-se na tabela 8.12 e a sua análise não permite que se estude a simultaneidade entre as variáveis.

Tabela 8.12. Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – *Concentração de propriedade e ROCI*.

Estimação	ROCI [Equação 1]			Número Bancos [Equação 2]			Concent. propriedade [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,11183	9,117	***	-0,19622	-1,146		119,891	112,900	***
ROCI				-0,60932	-3,483	***	-1,218	-0,632	
Número Bancos	-0,01001	-7,341	***				-0,245	-1,430	
Concent. propriedade	0,00027	2,967	***	-0,00175	-1,713	*			
Família				0,26707	4,501	***			
Núm. proprietários							-9,619	-63,230	***
Núm. gestores (adm.)	0,00059	6,711	***	0,07535	7,280	***			
Idade	-0,00082	-6,160	***	0,01007	6,956	***	0,001	0,567	
Dim. empresarial				0,34768	22,920	***	-0,621	-3,800	***
Endividamento	-0,0005	-2,872	***						
Dívida bancária				1,14934	12,040	***			
Ativo do banco				-7,4307e <sup>-9</sup>	-11,230	***			

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Substituindo na equação 5 o ROA pelo ROCI, os resultados da estimação, expressos na tabela 8.13, revelam que não se verificam alterações significativas em relação aos otidos na tabela 8.5.

Tabela 8.13. Impacto da concentração de propriedade no *ROCI*.

Estimação	ROCI		
	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,14856	7,249	***
Concent. propriedade	-0,00079	-1,527	
Concent. propriedade <sup>2</sup>	6,4096e <sup>-6</sup>	1,822	*
Idade	-0,00082	-6,182	***
Dim. empresarial	-0,00031	-0,264	
Endividamento	-0,00053	-3,002	***

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

## 8.6. ANÁLISE COM DADOS EM PAINEL

O propósito desta secção é estimar os modelos formulados nas equações 4 e 5, com o recurso à metodologia de dados em painel.

Considerou-se a seguinte especificação genérica para um modelo de dados em painel referente à unidade seccional  $i$  no momento  $t$

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_{kit} X_{kit} + \epsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

Em que :

- $Y_{it}$  - valor observado da variável dependente para o indivíduo  $i$  no momento  $t$  ;
- $\beta_{0it}$  - termo independente da regressão para o indivíduo  $i$  no momento  $t$  ;
- $\beta_{kit}$  - coeficiente da regressão da variável  $K$  para o indivíduo  $i$  no momento  $t$  ;
- $X_{kit}$  - Valor observado da variável explicativa  $K$  para o indivíduo  $i$  no momento  $t$  ;
- $\epsilon_{it}$  - termo residual (erro da regressão) para o indivíduo  $i$  no momento  $t$ , igual a  $\eta_i + d_t + \mu_{it}$  ;
- $N$  - número de unidades seccionais (indivíduos) ;
- $T$  - número de períodos de tempo ;
- $N \times T$  - O número de observações;



Esta formulação não é mais do que a combinação de sucessões cronológicas e observações seccionais, pelo que simplesmente descreve as relações de cada indivíduo nos diferentes períodos de tempo. Assim, falamos em dados de painel quando se verifica, simultaneamente,  $N > 1$  e  $T > 1$ . Nestas condições, o método de estimação a utilizar terá de ser necessariamente diferente do conhecido Método dos Mínimos Quadrados (OLS), pelo facto de o número de coeficientes a estimar ultrapassar o número de observações, ou seja, temos  $NT$  ( $K+1$ ) coeficientes a estimar e apenas  $NT$  observações.

A utilização de dados em painel permite múltiplas vantagens. Figueiredo e Hill (2003) referem que a mais evidente é o aumento substancial do número de observações. A base de dados, ao apresentar uma maior dimensão, potencia largamente a informação disponível utilizada na estimação dos parâmetros, superam o problema da falta de graus de liberdade na estimação e reduzem a colineariedade entre as variáveis explicativas, melhorando assim, a qualidade das estimativas econométricas. A utilização dos dados em painel, também reduz o problema das variáveis omissas (variáveis excluídas ou não observáveis) que, em muitas situações, estão correlacionadas com as variáveis explicativas incluídas no modelo. Os autores referem ainda que os dados em painel contêm múltiplas informações de cada indivíduo, o que possibilita seguir e estudar a sua trajetória, sendo este um dos principais motivos de interesse para a sua utilização. As múltiplas observações permitem modelar a heterogeneidade entre os indivíduos, utilizando-os como controlos, através dos efeitos individuais. Deste modo reduz-se substancialmente o enviesamento da estimação, controlando os efeitos específicos a cada um. Os dados em painel permitem reduzir, por um lado, o enviesamento das análises cronológicas que negligenciam a heterogeneidade individual, e por outro, o enviesamento que resulta do estudo de uma *cross-section* (Gardes et al., 1998). No modelo considerado o termo de erro,  $\varepsilon_{it}$ , é dividido em três componentes distintas: o primeiro é o efeito individual  $\eta_i$ ; o segundo  $d_t$  o efeito temporal e o terceiro  $\mu_{it}$  a perturbação aleatória. O termo  $\varepsilon_i$  capta todos os fatores não observados, constantes no tempo, que condicionam  $Y_{it}$ . O facto de  $\eta_i$  não ter o índice  $t$  resulta de este não se alterar ao longo do tempo. De forma genérica é referido como efeito não observado, ou efeito fixo. O termo  $d_t$  é uma variável *dummy* que não se altera com os indivíduos  $i$ , razão pela qual este se omite. O termo  $\mu_{it}$  é designado de erro idiosincrático ou erro de variação

temporal, porque representa fatores não observados que mudam ao longo do tempo e condicionam  $Y_{it}$ .

A decomposição do termo de erro, permite à metodologia de dados em painel considerar que o efeito não observado,  $\eta_i$ , está correlacionado com as variáveis explicativas. Como  $\eta_i$  é constante ao longo do tempo, podem-se diferenciar os dados ao longo de dois períodos consecutivos, dando origem a nova equação, designada por equação das primeiras diferenças, onde  $\eta_i$  não consta (foi eliminada por diferenciação). Deste modo utiliza-se na estimação dos nossos modelos o Método Generalizado dos Momentos (GMM) que permite controlar os problemas de endogeneidade utilizando instrumentos (variáveis que satisfazem duas condições: *i*) não estar correlacionadas com  $\varepsilon_{it}$ , isto é  $Cov(Z_{it}, \varepsilon_{it}) = 0$  e *ii*) estarem correlacionadas com  $X_{it}$ , isto é  $Cov(Z_{it}, X_{it}) \neq 0$ .

No âmbito do GMM, o teste mais conhecido é o teste de sobre identificação, ou teste  $J$ , proposto por Hansen (1999), que permite aferir a qualidade dos instrumentos. O modo mais evidente de testar a especificação de um modelo consiste em verificar se os valores de todas as condições de momentos amostrais são aproximadamente zero ou não, já que o GMM apenas impõe que  $k$  combinações lineares delas o sejam. A estatística  $J$  tem uma distribuição assintótica de qui-quadrado com  $s-k$  graus de liberdade.

Nos modelos com séries temporais é frequente a presença de uma correlação positiva entre erros adjacentes, expressa simbolicamente por  $E(\varepsilon_i, \varepsilon_j) \neq 0; \forall i \neq j$ . Uma das situações em que os regressores não são estritamente exógenos ocorre quando o modelo contém uma variável dependente desfasada:  $Y_{it}$  e  $\mu_{it}$  são correlacionados. Para testar a autocorrelação do termo de erro utiliza-se a estatística de Arellano e Bond (1991) para a autocorrelação onde a hipótese nula assume a seguinte formulação: correlação serial zero. É de esperar uma correlação serial negativa de primeira ordem nas diferenças, resultante da relação entre  $\Delta\varepsilon_{i,t}$  e  $\Delta\varepsilon_{i,t-1}$  através do termo  $\varepsilon_{i,t-1}$ , pelo que, se deve procurar uma correlação serial de ordem  $r$  com  $r = 2, \dots, T$ .

O período de tempo sobre o qual incide o estudo (2003/07), permite controlar duas das limitações da metodologia adotada - a heterogeneidade não observada e a endogeneidade, sendo necessário um período de pelo menos quatro anos consecutivos, por empresa, para que seja possível testar a ausência de correlação serial de segunda ordem, como referem Arellano e Bond (1991), constituindo uma das premissas do método de estimação adotado (GMM).

A adoção desta metodologia na estimação da equação 4 leva a que se altere o modo de avaliar a estabilidade da relação bancária. Esta passa a ser medida pelo quociente entre os bancos comuns de dois anos consecutivos e o número de bancos com que a empresa estabelece relações no mesmo período.

Os resultados da estimação da equação 4<sup>21</sup> e 5 encontram-se na tabela 8.14 e 8.15 respetivamente, revelando-se significativos todos os coeficientes das variáveis independentes. Relativamente aos resultados da estimação da equação 4, o coeficiente da estabilidade da relação continua negativo ( $B_1 < 0$ ) e o seu quadrado positivo ( $B_2 > 0$ ), validando a relação quadrática identificada na estimação anterior. Quanto às variáveis de controlo, apenas o efeito da dimensão empresarial na rendibilidade se altera, passando a ser positivo.

Tabela 8.14: Impacto da estabilidade da relação bancária na rendibilidade <sup>22</sup>.

Estimação	ROA		
	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,3086122	7,00	***
Estab. Rel. Bancária	-0,1432666	-2,58	**
Estab. Rel. Bancária <sup>2</sup>	0,0919268	2,34	**
Idade	-0,0059876	-5,42	***
Dim. Empresarial	0,0192677	3,56	***
Endividamento	-0,0710583	-5,09	***
$D_{(t-3)}$	0,0598587	3,51	***
$D_{(t-2)}$	0,0122277	4,01	***
$D_{(t-1)}$	0,0205728	2,38	**
$D_{(t)}$			
AR(2)	-1,05		0,294
Hansen	1,57		0,667

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

<sup>21</sup> Os valores da estimação da equação 4 considerando a  $ERB = (\text{bancos comuns}_{(n, n-1)} / \text{número de bancos de 2007})$  estão expressos no anexo 5.A (Anexo 5). Os resultados obtidos são qualitativamente muito semelhantes aos da tabela 8.14.

<sup>22</sup> A informação necessária para interpretar a tabela é a seguinte: *i*) a estimação dos dados foi realizada utilizando estimadores GMM como dados em painel utilizando *xtabond2* desenvolvido por David Roodman (2006); *ii*) para eliminar os efeitos individuais, o modelo foi estimado depois de considerar as primeiras diferenças para as variáveis; *iii*) Arellano e Bond (AR) é um teste à autocorrelação dos erros desenvolvido com o intuito de verificar se existem *lags* que não são instrumentos válidos; *iv*) Hansen é um teste das restrições de sobre identificação, assintoticamente distribuído como  $\chi^2$  sob a hipótese nula de ausência de correlação entre os instrumentos e o termo de erro.

Relativamente à equação 5 análise aos resultados da tabela 8.15 mantem válida a argumentação anterior.

Tabela 8.15: Impacto da concentração de propriedade na rendibilidade <sup>22</sup>.

Estimação	ROA		
	Coeffic. Beta	t	Sig.
Constante	0,1865961	5,01	***
Concent. propriedade	-0,0013214	-2,42	**
Concent. propriedade <sup>2</sup>	0,0000174	3,66	***
Idade	-0,0049574	-5,35	***
Dim. empresarial	0,0169272	3,31	***
Endividamento	-0,0575299	-4,93	***
$D_{(t-3)}$	0,0479081	2,95	***
$D_{(t-2)}$	0,0134468	3,93	***
$D_{(t-1)}$	0,0271212	3,14	***
$D_{(t)}$			
AR(2)	-1,01		0,311
Hansen	5,01		0,171

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Adicionalmente adotou-se o *ROCI* como indicador de rendibilidade e os resultados obtidos dos parâmetros estimados das equações 4 e 5 encontram-se nos anexos 5.B e 5.C (Anexo 5), respetivamente. A avaliação dos efeitos das variáveis independentes no *ROCI* revela que não houve alterações significativas, quando comparados com os valores das tabelas 8.14 e 8.15. A relação quadrática que a estabilidade da relação e a concentração de propriedade estabelecem com a rendibilidade é validade por esta estimação.

## 8.7. RESUMO E CONCLUSÃO

Neste capítulo adotamos dois novos indicadores no estudo das relações bancárias e da estrutura de propriedade. Relativamente ao primeiro, tomamos como *proxy* a estabilidade da relação bancária e no segundo a concentração de propriedade. Definidos

os indicadores, o nosso propósito consiste em avaliar as relações que estabelecem com a rendibilidade. Para atingir este objetivo, foram corridas várias etapas. Na primeira, pretendeu-se avaliar a endogeneidade entre as variáveis, tendo presente o modelo formulado na secção 7.2.2, não permitindo os resultados validá-la. Este facto impediu-nos de prosseguir o estudo com o recurso a um sistema de equações simultâneas. O passo seguinte consistiu em identificar relações não lineares, tendo presente um conjunto de trabalhos que se têm dedicado a esta temática.

A literatura (Degryse et al., 2005, Carletti et al., 2007, entre outros) refere que a assimetria de informação a que as empresas estão sujeitas, ocasiona problemas de seleção adversa e risco moral, constituindo um obstáculo no relacionamento com o sistema bancário. No entanto, na medida em que a relação que estabelecem se torna estável, permite que melhorem o poder negocial, otimizar as decisões e aumentar o rendimento esperado (Ongena e Smith, 2000). Como resultado destes dois efeitos opostos, surge uma relação não linear entre a estabilidade da relação e a rendibilidade. Os resultados da estimação validam a relação quadrática expressa na equação 4, sugerindo que a procura de relações estáveis, por parte das empresas, arrasta consigo dificuldades acrescidas que resultam das barreiras impostas pela elevada assimetria de informação a que se encontram expostas. Na medida em que conseguem solidificar as relações que estabelecem com o sistema bancário, melhoram o poder negocial e as condições de financiamento com impactos positivos na sua atividade.

Foi possível ainda identificar na revisão da literatura (Gedajlovic e Shapiro, 2002, Anderson e Reb, 2003, entre outros) que o resultado da concentração da propriedade na rendibilidade empresarial depende da prevalência de dois efeitos: o da supervisão (Shleifer e Vishny, 1986) e da expropriação (La Porta, et. al. 1999b). O estudo destes na rendibilidade efetuou-se com a especificação de uma relação quadrática traduzida na equação 5. Os resultados obtidos indicam que para baixos níveis de concentração de propriedade prevalece a hipótese da expropriação e para níveis elevados a supervisão.

Os testes efetuados aos modelos revelam-se robustos, na medida em que a adoção de indicadores distintos para as dimensões em estudo não alteram significativamente os resultados obtidos. Procedeu-se ainda à estimação dos modelos com dados em painel, controlando, deste modo, a heterogeneidade não observada e a endogeneidade individual.



## **CAPÍTULO 9**

### **CONCLUSÕES GERAIS**





A literatura tem vindo a evidenciar um conjunto de fatores (externos e internos) que condicionam o desempenho empresarial. Este trabalho insere-se nessa linha de investigação, centrando-se apenas nos de caráter interno, nomeadamente no contributo do relacionamento bancário e da estrutura de propriedade.

Se inicialmente a literatura procurou explicar o impacto das relações bancárias e da estrutura de propriedade sobre o desempenho, a investigação posterior reconhece que cada um destes atributos é função do desempenho, criando-se relações de interdependência.

O estudo efetuado tem como referencial teórico os problemas originados pela assimetria de informação (Mayers e Majluf, 1984) e pelos conflitos de interesses (Jensen e Mecklin, 1976) entre os diferentes participantes na organização empresarial.

A investigação sobre a intermediação bancária tem vindo a ganhar novas dimensões procurando compreender e avaliar o contributo desta no desempenho (Boot, 2000, Fok et al., 2004). O financiamento externo, como alternativa aos recursos gerados no seio da empresa, aliado às características do mercado de capitais, torna relevante a relação que a empresa estabelece com a instituição de crédito.

O elemento caracterizador da relação bancária reside na troca de informação privilegiada resultado de interações múltiplas e contínuas entre o banco e o seu cliente. Porém, como nem sempre é partilhada de forma perfeita pelo proponente ao crédito, torna-se necessário uma avaliação prévia da sua credibilidade. O problema que a assimetria de informação origina no mercado de crédito leva o banco a adotar técnicas de análise (*screening*) que na fase pré-contratual agilizam o processo de seleção, e na fase pós-contratual desenvolvam a supervisão e controlo (*monitoring*), colocando em prática um conjunto de mecanismos capazes de sancionar as empresas que se desviam do previamente estabelecido (Ramakrishnam e Thakor, 1984).

A assimetria de informação gerada, nomeadamente numa fase inicial, leva a que muitas empresas abdicuem de boas oportunidades de investimento, fruto da sua exposição à seleção adversa (*adverse selection*) e ao risco moral (*moral hazard*), impedindo-as de obterem recursos nas melhores condições (Stiglitz e Weiss, 1981, Langlais, 1999, Degryse et al., 2005).

Na medida em que a relação se intensifica e os serviços financeiros prestados aumentam, a assimetria de informação diminui. O credor reúne cada vez mais informação sobre a empresa e esta, por sua vez, apresenta maior apetência para a tornar disponível (Boot, 2000). Deste modo, estão criadas as condições para a empresa melhorar o desempenho, como por exemplo: *i*) redução de garantias exigidas (Berger et al., 2007); *ii*) diminuição do custo de crédito (Petersen et al., 1995); *iii*) maior flexibilidade dos termos contratuais (Boot et al., 1993); *iv*) aumento do controlo exercido pela entidade de crédito (Rajan, 1992); *v*) redução de custos de supervisão e acompanhamento (Greenbaum et al., 1995); *vi*) desenvolvimento da reputação (Diamond et al., 2001); *vii*) manutenção de confidencialidade (Yosha, 1995) e *viii*) uma maior predisposição para transmitir informação privada (Bhattacharya et al., 1995).

No entanto, a relação de proximidade estabelecida com a instituição de crédito pode originar custos para a empresa. Os mais significativos advêm do monopólio de informação que permite ao banco “impor” custos mais elevados face ao nível de risco que a empresa apresenta (*hold up problem*) (Rajan, 1992). Um outro resulta de a renovação de créditos ineficientes ocorrer, com maior probabilidade, quando apenas um credor tem a opção de resgate sobre a empresa em dificuldades financeiras (*soft budgeting problem*) (Dewatripont et al., 1995). Estas circunstâncias levam a que: *i*) a instituição de crédito adquira poder de monopólio sobre os restantes credores (Sharpe, 1990); *ii*) aumente o poder negocial do banco (Rajan, 1992); *iii*) diminua o esforço de gestão para alcançar um melhor desempenho (Bolton et al., 1996) e *iv*) se torne mais difícil à empresa mudar de banco (Detragiache et al., 2000).

Desenvolvido o marco teórico que permite avaliar os benefícios e os custos das relações bancárias, a literatura dá conta da sintonia existente sobre o papel que os bancos desempenham na recolha de informação e na criação de relações com as empresas. No entanto, torna-se difícil reunir consenso sobre o impacto que estas têm no desempenho empresarial. As conclusões dos estudos empíricos neste domínio têm-se revelado

contraditórias, dependendo da amostra, do contexto institucional e da metodologia adotada.

Uma outra corrente da literatura tem dado especial importância à análise de empresas nas quais os interesses dissonantes entre os principais intervenientes (proprietários, gestores e credores) condicionam o exercício de gestão e o seu desempenho.

O conflito de interesses entre proprietários e gestores não existe nas organizações em que uma mesma pessoa desempenha ambos papéis. No entanto, à medida que a organização se desenvolve e se torna mais complexa, o número de proprietários aumenta e desenvolve-se uma equipa diretiva autónoma. Nestas circunstâncias, a confiança recíproca criada entre as partes constitui uma condição prévia para que a relação seja efetiva.

No que se refere aos conflitos de interesse entre a empresa e os credores, podem ser analisados a dois níveis: *i*) relação entre proprietários e credores e *ii*) relação entre gestores (administradores) e credores. Os agentes empresariais, enquanto proprietários, tentam maximizar o valor da empresa, gerando um conflito com as instituições de crédito que advém da política de investimento conservadora imposta por esta, quando delas depende o controlo dos mesmos. Por sua vez, os gestores (administradores) pretendem ter um controlo sobre as decisões empresariais maior do que os bancos estão dispostos a permitir. O papel de supervisão exercido pelas instituições de crédito na atividade empresarial decorre dos direitos de controlo que o financiamento lhes confere. Os elevados níveis de endividamento constituem um forte incentivo para o credor controlar a gestão empresarial.

Contudo, têm-se desenvolvido mecanismos para harmonizar os interesses dos diferentes *stakeholders* na empresa. Estes podem agrupar-se nos denominados “mecanismos de controlo externo”, como por exemplo, o quadro legal/político, o mercado de capitais, e nos “mecanismos de controlo interno” de que a propriedade interna, a concentração de propriedade, as instituições de crédito, a identidade do proprietário e o órgão de gestão são os mais citados. Entre os vários mecanismos de controlo empresarial, a análise efetuada deu particular atenção à propriedade interna e à concentração de propriedade.

A evidência da participação do acionista na gestão da empresa tende a ser cada vez mais extensa, sem que todavia se obtenham conclusões definitivas. Por um lado, encontramos

trabalhos (Demsetz e Lehn, 1985, Melle Hernández, 1998, Salas, 2002, entre outros) que sustentam a ideia de que o grande acionista desempenha um papel significativo na gestão empresarial, validando, deste modo, a hipótese de que os grandes acionistas contribuem de forma positiva para os resultados da empresa. Por outro, a propriedade detida pelo gestor pode torná-lo imune à disciplina imposta por um vasto conjunto de mecanismos de controlo, levando-o a atuar em benefício próprio, desviando resultados e outros ativos da empresa sob seu controlo (La Porta et al., 2000, Gomez-Mejia et al., 2001, entre outros). Há, contudo, autores (Mehran, 1995 e Franks et al., 1997) que não identificam qualquer relação significativa entre a presença de um acionista dominante e o desempenho, referindo que o acionista maioritário não está disponível para suportar os custos de uma maior supervisão e assumindo-a, o seu esforço não se vê refletido em proveito próprio, na medida em que esta beneficiará todos os investidores.

O nível de concentração da propriedade, expressa na repartição do capital pelos vários detentores de capital, configura-se como mecanismo natural de supervisão, contudo tem sido difícil reunir consenso sobre o papel que exerce no desempenho. Se, por um lado, a concentração de propriedade cria as condições necessárias a uma maior supervisão, por outro, leva o proprietário controlador a expropriar riqueza aos restantes, fruto do poder que detém para condicionar as decisões de gestão. Os benefícios da concentração da propriedade são sintetizados por Hart (1995) da seguinte forma: *i*) gera incentivos para a recolha de informação e para um maior controlo dos gestores (administradores); *ii*) internaliza o objetivo da maximização do resultado; *iii*) assegura uma visão de longo prazo e de recolha de informação prospetiva e *iv*) desenvolve relações de compromisso e confiança. Relativamente aos custos Salas (1997) refere: *i*) o elevado risco a que os gestores (administradores) e os restantes acionistas se encontram expostos; *ii*) uma apropriação de benefícios por parte do proprietário maioritário em prejuízo dos minoritários; *iii*) um possível agravamento de conflitos com os restantes *stakeholders*; *iv*) a realização de investimentos ineficientes; *v*) dificuldade de entrada de supervisores externos e *vi*) a dificuldade em cumprir com as exigências legais de transparência e informação.

As linhas de investigação a que nos acabamos de referir têm procurado fornecer as bases de sustentação que permitem avaliar o impacto das relações bancárias e da estrutura de propriedade no desempenho empresarial. No entanto, o estado atual da

investigação tem vindo a revelar que as relações bancárias, a estrutura de propriedade o desempenho estabelecem entre si relações de interdependência, não ignorando o papel que um conjunto de características empresariais pode desempenhar nessas relações.

Face aos diferentes indicadores propostas na literatura para quantificar as dimensões em estudo, a nossa opção numa primeira fase levou-nos a considerar: *i)* a rendibilidade operacional para quantificar a rendibilidade; *ii)* o número de bancos para medir as relações bancárias e *iii)* a propriedade interna para avaliar a estrutura de propriedade.

O estudo da interdependência entre as diferentes dimensões foi efetuado com o recurso a um modelo de equações simultâneas, asseguradas que estavam satisfeitas as relações de endogeneidade.

A análise aos resultados obtidos na estimação do modelo formulado foi efetuada a dois níveis: *i)* às relações de interdependência entre as variáveis endógenas e *ii)* ao papel desempenhado pelas variáveis de controlo.

No primeiro nível, a principal conclusão a retirar é a de que as dimensões em estudo estabelecem relações recíprocas, sintetizadas da seguinte forma:

a) Número de bancos versus rendibilidade

A relação com um reduzido número de entidades promove uma melhoria na rendibilidade empresarial, na medida em que: *i)* os incentivos de supervisão bancária aumentam; *ii)* geram-se economias de escala na recolha e tratamento de informação e *iii)* a duplicação de esforços de vigilância e controlo diminui. No entanto, as empresas com melhor rendibilidade aumentam o poder negocial e antecipando problemas de *hol-up* são incentivadas a estabelecer novas relações.

b) Propriedade interna versus rendibilidade

Paralelamente é de registar que a propriedade detida pelo gestor (administrador) pode torná-lo imune à supervisão e no intuito de maximizar o seu próprio interesse, desviar resultados e ativos da empresa para o seu património pessoal. Os resultados revelam ainda que, a rendibilidade não constitui elemento suficientemente motivador da participação do proprietário na gestão, sugerindo que em muitas circunstâncias as atividades destinadas a extrair benefícios privados realizadas pelo proprietário controlador se sobrepõem.

c) Número de bancos versus propriedade interna

Por fim foi objeto de análise a relação entre a propriedade interna e o número de relações bancárias revelando os resultados obtidos que esta é negativa. O incremento da participação do proprietário na gestão aliado à falta de reputação que caracteriza um número muito significativo destas empresas leva a um acréscimo significativo do risco moral, constituindo um sério obstáculo no estabelecimento de novas relações. A informação proporcionada pela empresa às entidades de crédito é reduzida e de baixa qualidade, pelo que os riscos de incumprimento são elevados, levando os credores a implementar mecanismos de controlo, limitativos da discricionariedade da empresa na utilização dos recursos gerados.

No que diz respeito ao segundo nível de análise, os resultados mostram que todas as variáveis de controlo - incluídas em cada uma das equações do modelo – se revelam significativas, com exceção do número de gestores (administradores) e do endividamento na rendibilidade (equação 1) e do número de proprietários na propriedade interna (equação 3).

Relativamente à rendibilidade (equação 1), a idade exerce um efeito negativo na rendibilidade, sugerindo que a repartição da propriedade por um número crescente de elementos pode originar conflitos quando os interesses não estão alinhados. A dimensão empresarial tem um impacto negativo na rendibilidade dando suporte empírico às teses que defendem que o aumento do número de proprietários e a separação da propriedade e controlo, incrementam a assimetria de informação e dificultam as tarefas de coordenação.

No que diz respeito ao número de bancos (equação 2), a propriedade familiar exerce um efeito positivo no número de relações bancárias, dado o controlo exercido por esta constituir um elemento facilitador no relacionamento com a instituição de crédito. Com o incremento do número de gestores (administradores) o exercício da supervisão aumenta, assim como a capacidade de negociação com a instituição bancária. A idade, por sua vez, estabelece uma relação positiva com o número de bancos, na medida em que constitui um indicador de reputação da empresa. No que respeita à dimensão empresarial, exerce um efeito positivo no número de bancos, revelando que o aumento das necessidades financeiras e do poder negocial intensifica o número de relações. A

dívida bancária exerce um efeito positivo no número de bancos e a dimensão destes constitui um elemento inibidor no estabelecimento de novas relações.

Relativamente à propriedade interna (equação 3), os resultados suportam um efeito negativo da idade na propriedade interna sugerindo que, nas empresas mais antigas e expostas a problemas de sucessão, a gestão é repartida por um maior número de proprietários, ou por gestores (administradores) com uma reduzida participação no capital da empresa. A última variável, a dimensão empresarial, exerce um efeito negativo na propriedade interna, evidenciando a dificuldade em recrutar, no seu seio, as capacidades necessárias a uma gestão eficiente.

No entanto as dimensões em estudo podem ser medidas por outros indicadores: *i*) a estabilidade da relação para avaliar as relações bancárias e *ii*) a concentração da propriedade para caracterizar a estrutura de propriedade. Quando consideramos estes indicadores, a endogeneidade entre as dimensões em estudo não se encontra assegurada, impedindo-nos de prosseguir com o estudo da interdependência.

Os resultados obtidos, aliados aos argumentos evidenciados na literatura sobre o papel da estabilidade da relação e da concentração de propriedade na rendibilidade, sugerem um efeito não linear sobre a rendibilidade operacional. O estudo efetuou-se através da especificação de uma relação quadrática, concluindo-se que:

- i*) os problemas de seleção adversa e risco moral que a assimetria de informação origina constituem um obstáculo para a empresa estabelecer relações estáveis. No entanto, na medida em que a relação se solidifica, o poder negocial e as condições de financiamento melhoram, com impactos positivos nos rendimentos esperados;
- ii*) foi ainda possível validar, com os resultados obtidos, que o impacto da concentração da propriedade na rendibilidade depende da prevalência de dois efeitos: o da expropriação (para baixos níveis de concentração) e da supervisão (para os níveis mais elevados).

Ao terminar esta dissertação, para além de referirmos algumas das suas limitações, sugerem-se também linhas de investigação que podem merecer a atenção de trabalhos posteriores.

Como principal limitação deste estudo realça-se a dificuldade de recolha de informação para melhor caracterizar o relacionamento bancário (duração da relação, extensão dos serviços adquiridos e os créditos obtidos) e o governo empresarial (distinção entre o fundador da empresa e os restantes membros, para avaliar a relevância do “efeito geração”). A inclusão destes atributos permitiria uma melhor identificação das dimensões em análise e ampliar o âmbito deste trabalho. O estudo das condicionantes da relação bancária contemplou apenas o lado da procura não tomando em linha de conta as características do mercado de crédito.

Ao eleger como objeto de estudo as PME's, deparamo-nos com um outro conjunto de constrangimentos, face a trabalhos desenvolvidos para grandes empresas, que decorrem de estas não participarem no mercado de valores e se financiarem preferencialmente pela intermediação bancária. Assim, torna-se particularmente difícil obter elementos que permitam efetuar a avaliação numa perspetiva de mercado, pelo que se recorre a indicadores elaborados a partir de informação interna recolhida na empresa.

Face às limitações apresentadas, deve ser desenvolvida investigação adicional no sentido de aferir em que medida a concorrência bancária condiciona as relações estabelecidas. A constatação de que no mercado de crédito, as empresas de reduzida dimensão estão sujeitas a fortes constrangimentos e a elevados níveis de seleção adversa e risco moral, impõem uma reflexão sobre os mecanismos que contribuam para a sua diminuição, como por exemplo a utilização de garantias. Por fim, seria interessante comparar os diferentes contextos institucionais para aferir o papel da propriedade interna e da concentração da propriedade na rendibilidade, na ausência de mecanismos eficazes de controlo externo.



## **ANEXOS**



## **ANEXO 1**

### **INDICADORES PROPOSTOS PARA MEDIR O DESEMPENHO**



Anexo1: Indicadores propostos para medir o desempenho

Variáveis	Indicadores	Estudos que utilizam indicadores iguais ou semelhantes
<b>DESEMPENHO</b>		
<b>Rendibilidade</b>	$y_1 = ROA = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Total do Activo Líquido}}$	Chaganti e Damanpour (1991), Houston e James (1996), Cole (1998), Renneboog (2000), Lehmann e Weigand (2000), Degryse e Ongena (2001), Houston e James (2001), Bhagat e Black (2002), Bolbol et al., (2004), Fok et al., (2004), Boubakri et al., (2005a), Boubakri et al., (2005b), Chirinko e Elston (2006), Bhagat e Bolton (2008) <sup>23</sup> , Andres (2008)
	$y_2 = ROE = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Total do Capital Próprio}}$	Demsetz e Lehn (1985) <sup>24</sup> , Rechner e Daltion (1991), Chaganti e Damanpour (1991), Boubakri e Cosset (1998), Short e Keasey (1999), Gorton e Schmid (2000), Lehmann e Weigand (2000), Demsetz e Villalonga (2001) <sup>25</sup> , Dewenter e Malatesta (2001), Fok et al., (2004), Bolbol et al., (2004), Limpaphayom e Polwitoon (2004), Boubakri et al., (2005a), Boubakri et al., (2005b)
	$y_3 = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Vendas}}$	Boubakri e Cosset (1998), Boubakri et al., (2005a), Boubakri et al., (2005b)

<sup>23</sup> Calculam este indicador considerando duas alternativas: i) EBITDA e ii) RO

<sup>24</sup> Valor médio dos últimos 5 anos

<sup>25</sup> Os autores consideram o valor médio dos últimos 5 anos

Anexo1: Indicadores propostos para medir o desempenho (cont.)

<b>Rendibilidade</b>	$y_4 = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Total do Activo Líquido}}$	Boubakri e Cosset (1998)
	$y_5 = \frac{\text{Resultado Operacional - Juros + Dividendos}}{\text{Total do Activo Líquido}}$	Joh (2003) <sup>26</sup>
	$y_6 = \frac{\text{Resultado antes de Juros e Impostos}}{\text{Vendas}}$	Degryse e Ongena (2001)
	$y_7 = \log(\text{Valor Acrescentado})$	Angelucci et al., (2002)
	$y_8 = \frac{\text{Vendas}}{\text{Total do Activo Líquido}}$	Bhagat e Black (2002)
	Eficiência $y_8 = \frac{\text{Vendas}}{\text{Numero Empregados}}$	Boubakri e Cosset (1998), Boubakri et al., (2005b)
	Eficiência $y_8 = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Número Empregados}}$	Boubakri e Cosset (1998), Boubakri et al., (2005b)

<sup>26</sup> O Resultado Operacional resulta de: Vendas – Custo das Vendas - Custos Administrativos - Custos Distribuição. Considera em alternativa um outro indicador que consiste em subtrair ao numerador os Impostos e os Resultados Extraordinários.

## **ANEXO 2**

# **INDICADORES PROPOSTOS PARA MEDIR AS RELAÇÕES BANCÁRIAS**





Anexo 2: Indicadores propostos para medir as relações bancárias

Variáveis	Indicadores	Estudos que utilizam indicadores iguais ou semelhantes
<b>RELAÇÕES BANCÁRIAS</b>		
<b>Número de bancos</b>	Número de relações bancárias <sup>27</sup>	Petersen e Rajan, (1994), Degryse e Ongena (2001) <sup>28</sup> , Chakraborty et al., (2002), Cosci e Meliciani (2002) <sup>29</sup> , Fok et al., (2004) <sup>30</sup> , De Bodt et al., (2005), Cardone et al., (2005) <sup>31</sup> , Hernandez e Martinez (2006) <sup>32</sup> , Ortiz-Molina e Peñas (2007)

<sup>27</sup> Número de bancos junto dos quais a empresa obtém crédito

<sup>28</sup> Consideram uma variável dummy – toma o valor 1 (um) quando as empresas mantêm relações múltiplas e 0 (zero) se bilaterais.

<sup>29</sup> Variável dicotômica – 1 (um) para relações multilaterais – 0 (zero) para relações bilaterais

<sup>30</sup> Consideram uma variável dummy – toma o valor 1 (um) quando as empresas mantêm relações múltiplas e 0 (zero) se bilaterais. Evidenciam ainda as relações domésticas e a externas, calculam a percentagem dos empréstimos bancários na totalidade dos empréstimos.

<sup>31</sup> Utilizam o log (1+ número de relações bancárias).

<sup>32</sup> Consideram uma variável dummy – toma o valor 1 (um) quando as empresas mantêm relações bilaterais e 0 (zero) se multilaterais. Consideram que a duração da relação é aferida pelo número de anos da relação mais antiga (pp. 322 do artigo)

Anexo 2: Indicadores propostos para medir as relações bancárias (cont.)

<b>Duração da relação</b>	Duração da relação <sup>33</sup>	Petersen e Rajan, (1994) <sup>34</sup> , Cole (1998), Degryse e Van Cayseele (2000) <sup>35</sup> , Chakraborty et al., (2002), De Bodt et al., (2005) <sup>36</sup> , Cardone et al., (2005) <sup>37</sup> , Hernandez e Martinez (2006) <sup>38</sup> , Ortiz-Molina e Peñas (2007)
<b>Dispersão</b>	Dispersão = $\log(1 + \text{número de bancos})$	Hernandez e Martinez (2006)
<b>Amplitude</b>	Amplitude <sup>39</sup>	Cole (1998), Chakraborty et al., (2002) <sup>40</sup>

<sup>33</sup> Número de anos que a empresa e o banco trabalham juntos

<sup>34</sup> Os autores utilizam o  $\log(1 + \text{duração})$

<sup>35</sup> Consideram o valor médio das várias relações

<sup>36</sup> Relativamente a esta variável os autores apenas referem que mais de 65% das pequenas empresas têm uma duração superior a 10 anos (refira-se que os dados foram recolhidos por inquérito)

<sup>37</sup> A duração bancária é aferida pela duração com o principal credor. São criadas classes (1-2; 3-5; 6-10; maior 10) e com recurso a variáveis dicotómicas (0/1) as relações da empresa com o principal credor assim classificadas

<sup>38</sup> Utilizam o  $\log(\text{número de anos})$

<sup>39</sup> Serviços disponibilizados pelo banco e utilizados pela empresa

<sup>40</sup> Obtêm esta dimensão quantificando os serviços financeiros obtidos junto do banco

## **ANEXO 3**

### **INDICADORES PROPOSTOS PARA MEDIR O GOVERNO**



Anexo 3: Indicadores propostos para medir o governo

Atributos	Indicadores	Estudos que utilizam indicadores iguais ou semelhantes
<b>GOVERNO DA EMPRESA</b>		
<b>Propriedade Interna</b>	$\rho_1 = \frac{\text{Propriedade detida pelos gestores/ administ.}}{\text{Propriedade total}}$	Demsetz (1983), Demsetz e Lehn (1985), Chaganti e Damanpour (1991) <sup>41</sup> , Himmelberg et al., (1999) <sup>42</sup> , Short e Keasey (1999), Morck et al., (2000), Demsetz e Villalonga (2001) <sup>43</sup> , Pedersen e Thonsen (2001) <sup>44</sup> , Bhagat e Black (2002), De Bodt et al., (2005), Uchida (2006), Ortiz-Molina e Peñas (2007) <sup>45</sup> , Bhabra (2007) <sup>46</sup>
<b>Concentração Propriedade</b>	$\omega_1 = \frac{\text{Propriedade detida pelos 2 maiores proprietários}}{\text{Propriedade total}}$	Kuznetsov e Muravye (2001)
	$\omega_2 = \frac{\text{Propriedade detida pelos 5 maiores proprietários}}{\text{Propriedade total}}$	Demsetz e Lehn (1985), Demsetz e Villalonga (2001)
	$\omega_3 = \frac{\text{Propriedade detida pelos 3 maiores proprietários}}{\text{Propriedade total}}$	Bolbol et al., (2004), Boubakri et al., (2005a)

<sup>41</sup> Utilizam o log desta variável

<sup>42</sup> Efectuam uma transformação de variável dada por  $\log(\rho_1 / (1 - \rho_1))$

<sup>43</sup> Consideram o valor médio dos últimos 5 anos

<sup>44</sup> Subdividem a propriedade interna em familiar, financeira, industrial, governamental. Procedem à transformação da variável “Propriedade Interna – PP” através da expressão  $\log(PI / (100 - PI))$ .

<sup>45</sup> Variável dicotómica – 1 (um) se o proprietário é também gestor – 0 (zero) na outra situação.

<sup>46</sup> Considera um modelo expresso por:  $firm\ value = \alpha + \beta_1(\pi) + \beta_2(\pi)^2 + \beta_3(\pi)^3 + \psi\ control\ variables$ . Se a relação entre o valor da empresa e a propriedade interna é não linear os coeficientes para  $(\pi)$  e  $(\pi)^3$  devem ser positivos, indicando a disciplina de mercado e a convergência de interesses entre o mercado e os elevados níveis de propriedade interna. O coeficiente para  $(\pi)^2$  é espectável que seja negativo indicando o entrincheiramento para níveis intermédios.

Anexo 3: Indicadores propostos para medir o governo (*Cont.*)

<b>Concentração Propriedade</b>	$\omega_4 = \frac{\text{Propriedade detida pelos 10 maiores proprietários}}{\text{Propriedade total}}$	Degryse e Ongena (2001)
	$\omega_5 = \frac{\text{Propriedade detida pelos 5 maiores proprietários}}{\text{Propriedade detida pelos 20 maiores proprietários}}$	Demsetz e Lehn (1985) <sup>47</sup>
	$\omega_6 = \frac{\text{Propriedade detida}}{\text{Propriedade total}}$	Chirinko e Elston (2006) <sup>48</sup>
	$\omega_7 = \frac{\text{Propriedade detida pelos 20 maiores proprietários}}{\text{Propriedade total}}$	Demsetz e Lehn (1985) <sup>49</sup>
<b>Número de Gestores/ Administradores</b>	$\vartheta_1 = \text{Número de gestores/administradores}$	Hermalin e Weisbach (1991), Renneboog (2000), Demsetz e Villalonga (2001), Bhagat e Black (2002), Kanagaretnman et al., (2007)

<sup>47</sup> Os autores efetuam uma transformação de variável dada por  $\log (\omega / (1 - \omega))$ .

<sup>48</sup> Variável dicotômica assume o valor 1 (um) - se 50% da propriedade é detida apenas por um proprietário ou 75% é detida no máximo por três proprietários – e 0 (zero) nas restantes situações.

<sup>49</sup> Fazem transformação de variável expressa por:  $\log (\omega / (1 - \omega))$

Anexo 3: Indicadores propostos para medir o governo (*Cont.*)

<b>Identidade da Propriedade</b>	$\psi_1 = \frac{\text{Propriedade familiar}}{\text{Propriedade total}}$	Demsetz e Leh (1985), Chaganti e Damanpour (1991) <sup>50</sup> , Gorton e Schmid (2000), Lehmann e Weigand (2000), Pedersen e Thonsen (2001), Angelucci et al., (2002), Bolbol et al., (2004), Fok et al., (2004), Boubakri et al., (2005a), Cardone et al., (2005) <sup>51</sup> , Ortiz-Molina e Peñas (2007) <sup>52</sup> , Andres (2008) <sup>53</sup>
	$\psi_2 = \frac{\text{Propriedade industrial}}{\text{Propriedade total}}$	Short e Keasey (1999), Gorton e Schmid (2000), Lehmann e Weigand (2000), Morck et al., (2000), Pedersen e Thonsen (2001), Bolbol et al., (2004), Fok et al., (2004), Boubakri et al., (2005a), Ortiz-Molina e Peñas (2007) <sup>54</sup>
	$\psi_3 = \frac{\text{Propriedade governamental}}{\text{Propriedade total}}$	Short e Keasey (1999), Gorton e Schmid (2000), Pedersen e Thonsen (2001), Angelucci et al., (2002), Bolbol et al., (2004), Fok et al., (2004), Boubakri et al., (2005a)
	$\psi_4 = \frac{\text{Propriedade empregados}}{\text{Propriedade total}}$	Bolbol et al., (2004), Boubakri et al., (2005a)

<sup>50</sup> Utilizam o *log* desta variável

<sup>51</sup> Consideram uma variável dicotómica que assume o valor 1 (um) se a empresa é familiar e 0 (zero) se de outra natureza

<sup>52</sup> Variável dicotómica – 1 (um) se a natureza de quem detém a empresa é maioritariamente familiar - 0 (zero) nas outras situações

<sup>53</sup> A empresa familiar é uma variável dicotómica que assume o valor 1 (um) se os elementos familiares do fundador possuem pelo menos 25% da propriedade ou se algum membro da família exerce cargos de direção.

<sup>54</sup> Variável dicotómica – 1 (um) se a natureza de quem detém a empresa é maioritariamente industrial - 0 (zero) nas outras situações

Anexo 3: Indicadores propostos para medir o governo (*Cont.*)

<b>Identidade da Propriedade</b>	$\psi_5 = \frac{\text{Propriedade estrangeira}}{\text{Propriedade total}}$	Short e Keasey (1999), Gorton e Schmid (2000), Lehmann e Weigand (2000), Angelucci et al., (2002), Bolbol et al., (2004), Boubakri et al., (2005a)
	$\psi_6 = \frac{\text{Propriedade financeira/ institucional}^{55}}{\text{Propriedade total}}$	Demsetz e Leh (1985), Chaganti e Damanpour (1991) <sup>56</sup> , Short e Keasey (1999), Gorton e Schmid (2000), Lehmann e Weigand (2000), Morck et al., (2000), Pedersen e Thonsen (2001) <sup>57</sup> , Limpaphayom e Polwitoon (2004), Chirinko e Elston (2006) <sup>58</sup>
<b>Administradores Internos/Externos</b>	$\Pi_1 = \frac{\text{Número de Administradores externos / internos}^{59}}{\text{Número total de administradores}}$	Jensen e Meckling (1976), Baysinger e Butler (1985), Weisbach (1988), Rosenstein e Wyatt (1990), Hermalin e Weisbach (1991), Bhagat e Black (2002), Miguel et al., (2004), Daily et al., (2007)

<sup>55</sup> A propriedade institucional é detida pelos bancos, companhias de seguro e fundos de pensões

<sup>56</sup> Utilizam o log desta variável

<sup>57</sup> Para os autores a propriedade institucional é a propriedade detida pelos bancos, companhias de seguros, fundos de pensões e pela indústria

<sup>58</sup> Variável dicotômica que assume o valor 1 (um) se um simples proprietário detém mais de 50% ou um limitado número (dois ou três) de proprietários juntos possuem mais de 75%, o 0 (zero) nas restantes situações.

<sup>59</sup> A classificação de acordo com o vínculo laboral estabelecido com a empresa



## **ANEXO 4**

### **EFEITO INDÚSTRIA**



Anexo 4 A: Estudo da endogeneidade – resultado da estimação: mínimos quadrados ordinários – efeito indústria

Estimação	ROA [Equação 1]			Número de Bancos [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
<i>Constante</i>	0,17154	17,200	***	-0,41251	-1,954	*	107,659	18,270	***
<i>ROA</i>				-0,76699	-2,543	**	-69,425	-7,709	***
<i>Número bancos</i>	-0,00412	-5,311	***				2,089	4,587	***
<i>Prop. interna</i>	-0,00019	-6,968	***	0,00166	2,554	**			
<i>Família</i>				0,14812	2,001	**			
<i>Núm. proprietários</i>							-1,795	-4,390	***
<i>Núm. gestores (adm.)</i>	0,00140	2,859	***	0,08076	8,193	***			
<i>Idade</i>	-0,00026	-3,392	***	0,01044	7,208	***	-0,143	-3,218	***
<i>Dim. empresarial</i>	-0,00315	-3,846	***	0,34032	22,210	***	-6,646	-15,190	***
<i>Endividamento</i>	-0,00070	-7,298	***						
<i>Dívida bancária</i>				1,1888	12,58	***			
<i>Ativo do banco</i>				-7,3713e <sup>-9</sup>	-11,16	***			
<i>Agricul. prod. animal</i>	-0,05176	-4,489	***	-0,26973	-1,213		19,5393	2,879	***
<i>Pesca</i>	-0,07869	-3,908	***	-1,56648	-3,009	***	22,277	1,399	
<i>Indústria extrativa</i>	-0,05736	-4,131	***	0,09321	0,3481		7,9678	0,975	
<i>Indúst. transformadora</i>	-0,04743	-5,449	***	0,08351	0,4968		20,564	4,013	***
<i>Prod. distr. de eletreic.</i>	-0,00646	-0,2859		-0,71760	-1,650	*	-20,754	-1,561	
<i>Construção</i>	-0,05341	-6,038	***	0,02942	0,1721		24,686	4,746	***
<i>Comércio rep.veíc.</i>	-0,04917	-5,681	***	0,08560	0,5121		20,858	4,097	***
<i>Alojamento e restaur.</i>	-0,03223	-2,959	***	-0,42069	-2,005	**	12,709	1,984	**
<i>Transportes e armez.</i>	-0,05025	-5,121	***	-0,06167	-0,3245		13,014	2,250	**
<i>Atividade imobiliária</i>	-0,03122	-3,380	***	-0,03357	-0,1887		10,132	1,864	*
<i>Educação</i>	-0,05190	-2,123	***	0,11910	0,2530		-3,0762	-0,214	

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Anexo 4 B.: Resultado da estimação do sistema de equações simultâneas – efeito indústria.

Estimação	ROA [Equação 1]			Número de Bancos [Equação 2]			Propriedade Interna [Equação 3]		
	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.	Coeffic. Beta	t	Sig.
<i>Constante</i>	0,21830	19,370	***	-1,7959	-3,120	***	255,366	17,300	***
<i>ROA</i>				7,09080	2,320	**	-1114,29	-17,320	***
<i>Número Bancos</i>	-0,01343	-4,679	***				-14,1667	-4,149	***
<i>Prop. interna</i>	-0,00084	-32,680	***	-0,00925	-2,906	***			
<i>Família</i>				1,14914	4,503	***			
<i>Núm. proprietários</i>							-0,4715	-1,221	
<i>Núm. gestores (adm.)</i>	0,00010	0,342		0,09240	8,363	***			
<i>Idade</i>	-0,00015	-1,700	*	0,01107	6,554	***	-0,1764	-1,872	*
<i>Dim. empresarial</i>	-0,00202	-1,381	***	0,35374	18,920	***	-2,94749	-1,816	*
<i>Endividamento</i>	-4,0472e <sup>-5</sup>	-0,6236							
<i>Dívida bancária</i>				1,61642	8,517	***			
<i>Ativo do banco</i>				-7,4221e <sup>-9</sup>	-10,560	***			
<i>Agricul. prod. animal</i>	-0,03899	-3,092	***	0,17932	0,6307		-43,8031	-3,094	***
<i>Pesca</i>	-0,07869	-2,636	***	-0,81048	-1,318		-87,7101	-2,650	***
<i>Indústria extrativa</i>	-0,05148	-3,393	***	0,64970	1,866	*	-58,7914	-3,483	***
<i>Indúst. transformadora</i>	-0,03087	-3,237	***	0,56553	2,374	**	-34,7451	-3,222	***
<i>Prod. distr. de eletríc.</i>	-0,02967	-1,195		-0,70531	-1,492		-33,6719	-1,255	
<i>Construção</i>	-0,03566	-3,684	***	0,57662	2,274	**	-40,1777	-3,614	***
<i>Comércio rep.veíc.</i>	-0,03223	-3,503	***	0,59253	2,443	*	-37,5594	-3,483	***
<i>Alojamento e restaur.</i>	-0,02645	-2,217	**	-0,09086	-0,366		-29,6631	-2,251	**
<i>Transportes e armez.</i>	-0,04056	-3,780	***	0,48346	1,798	*	-46,0293	-3,790	***
<i>Atividade imobiliária</i>	-0,02458	-2,433	**	0,29936	1,342		-27,9624	-2,508	**
<i>Educação</i>	-0,05253	-1,965	**	0,25547	0,484		-60,4443	-2,079	**

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Nota: a classificação das empresas foi efetuada de acordo com a CAE-Rev.2, da qual resultam 17 setores de atividade.

Os setores de atividade da “Administração pública”, “Atividades financeiras”, “Atividades das famílias” e “Organizações internacionais e embaixadas” não constam da nossa amostra.

Os setores de atividade “Saúde e ação social”, e “Outras atividades e serviços” foram excluídos para obviar a colinearidade exata.

## **ANEXO 5**

### **ESTABILIDADE DA RELAÇÃO BANCÁRIA E CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE**



Anexo 5.A: Impacto da estabilidade da relação bancária na rentabilidade –  
*ERB (bancos comuns  $(n,n-1)$  / número de bancos de 2007)*

Estimação	ROA		
	<i>Coeffic. Beta</i>	t	Sig.
<i>Constante</i>	0,3004814	6,71	***
<i>Estab. Rel. Bancária</i>	-0,1284105	-2,48	**
<i>Estab. Rel. Bancária<sup>2</sup></i>	0,0792253	2,29	**
<i>Idade</i>	-0,0059287	-5,37	***
<i>Dim. empresarial</i>	0,0192727	3,58	***
<i>Endividamento</i>	-0,0695073	-4,98	***
<i>D<sub>(t-3)</sub></i>	0,0617936	3,62	***
<i>D<sub>(t-2)</sub></i>	0,0124001	4,03	***
<i>D<sub>(t-1)</sub></i>	0,0207145	2,32	**
<i>D<sub>(t)</sub></i>			
<i>AR(2)</i>	-1,05		0,295
<i>Hansen</i>	1,75		0,625

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Anexo 5.B: Impacto da estabilidade da relação bancária na rentabilidade operacional dos capitais investidos

Estimação	ROCI		
	<i>Coeffic. Beta</i>	t	Sig.
<i>Constante</i>	0,45882	3,60	***
<i>Estab. Rel. Bancária</i>	-0,24001	-2,07	**
<i>Estab. Rel. Bancária<sup>2</sup></i>	0,15445	1,93	*
<i>Idade</i>	-0,01027	-2,75	***
<i>Dim. Empresarial</i>	0,03753	3,36	**
<i>Endividamento</i>	-0,11378	.2,52	**
<i>D<sub>(t-3)</sub></i>	0,08836	2,10	**
<i>D<sub>(t-2)</sub></i>	0,01051	1,09	
<i>D<sub>(t-1)</sub></i>	0,04437	1,72	*
<i>D<sub>(t)</sub></i>			
<i>AR(2)</i>	-1.05		0,293
<i>Hansen</i>	0,48		0,923

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.

Anexo 5.C: Impacto da concentração de propriedade na rentabilidade operacional dos capitais investidos

Estimação	ROCI		
	<i>Coeffic. Beta</i>	t	Sig.
<i>Constante</i>	0,24113	3,31	***
<i>Concent. propriedade</i>	-0,00182	-1,73	*
<i>Concent. propriedade<sup>2</sup></i>	0,00003	2,35	**
<i>Idade</i>	-0,00913	-2,46	**
<i>Dim. empresarial</i>	0,03699	2,23	**
<i>Endividamento</i>	-0,09958	-2,25	**
<i>D<sub>(t-3)</sub></i>	0,07913	1,85	*
<i>D<sub>(t-2)</sub></i>	0,01218	1,08	
<i>D<sub>(t-1)</sub></i>	0,05302	1,74	*
<i>D<sub>(t)</sub></i>			
<i>AR(2)</i>	-0,97		0,333
<i>Hansen</i>	1,32		0,725

\*\*\* Significativo ao nível de 1%; \*\* Significativo ao nível de 5%; \* Significativo ao nível de 10%.



## **BIBLIOGRAFIA**



- AGARWAL, R. e ELSTON, J.** (2001), “Bank-Firm Relationships, Financing and Firm Performance in Germany”, *Economics Letters*, 72, pp. 225-232
- AGRAWAL, A. e MANDELKER, N.** (1990), “Large shareholders and the monitoring of management: the case of antitakeover charter amendments”, *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 25, pp. 143-161.
- AMIHUD, Y. e LEV, B.** (1981), “Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers”, *Bell Journal of Economics*, 12, pp. 605-617
- AMIT, R. e SCHOEMAKER, P.** (1993), “Strategic assets and organizational rent”. *Strategic Management Journal*, 14, pp. 33-46
- ANAND, B. N. e GALETOVIC, A.** (2006), “Relationships, competition and the structure of investment banking markets”, *Journal of Industrial Economics*, 54(2), pp. 151-199
- ANDERSON, C. e REEB, M.** (2002), “Founding-family ownership and the agency cost of debt”, *Journal of Financial Economics*, 68, pp. 263-285
- ANDERSON, C. e REEB, M.** (2003), “Who Monitors the Family?” <http://ssrn.com/abstract=369620>
- ANDRES, C.** (2008), “Large shareholders and firm performance. An empirical examination of founding-family ownership”, *Journal of Corporate Finance*, 14(4), pp. 431-445
- ANDRÉS, P., AZOFRA, V. e RODRÍGUEZ, J.A.** (2001), “Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español”, *Investigaciones Económicas*, 24, pp. 641-679
- ANGELINI, P., DI SALVO, R. e FERRI, G.** (1998), “Availability and cost of credit for small businesses: Customer relationships and credit cooperatives”, *Journal of Banking and Finance*, 22(6-8), pp. 925-954
- ANGELUCCI, M., ESTRIN, S., KONINGS, J. e ZOLKIEWSKI, Z.** (2002), “The Effect of Ownership and Competitive Pressure on Firm Performance in Transition Countries: Micro Evidence from Bulgaria, Romania and Poland”, *William Davidson Institute*, Working Paper 434
- ARELLANO, M. e BOND, S.** (1991), “Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations”, *Review of Economic Studies*, 58, pp. 277-297.
- ARIYAWARDANA, A.** (2003), “Sources of competitive advantage and firm performance: the case of Sri Lankan value-added tea producers”, *Asia Pacific Journal of Management*, 2(1), pp. 73-94
- AROSA, B., ITURRALDE, T e MASEDA, A.** (2010), “Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain” *Journal of Family Business Strategy*, 1(2), pp. 88-96.
- ASHBAUGH-SKAIFE, H., COLLINS, D.W. e LAFOND, R.** (2006), “Discussion of the effects of corporate governance on firm’s credit ratings”, *Journal of Accounting and Economics*, 42, pp. 245-254
- ASQUITH, P., GERTNER, R. e SCHARFSTEIN, D.** (1994), “Anatomy of financial distress: an examination of Junk-Bond issuers” *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp. 625-658

- ATANASOV, V.** (2001), "Optimal Portfolios with Monitoring, Private Benefits of Control, and Budget Constraints", <http://ssrn.com/abstract=276828>
- ATHAVALE, M. e EDMISTER, R.** (2004), "The pricing of sequential bank loans", *Financial Review*, 39, pp. 231-253
- AZOFRA, V. e SANTAMARÍA, M.** (2002), "Gobierno y eficiencia de las cajas de ahorros españolas", en *Las tecnologías de la información y comunicaciones en la empresa: cooperación y competencia*. Congreso Nacional de ACEDE, Palma de Mallorca.
- AZOFRA, V., ANDRÉS, P. LOPEZ, F.** (1999), "Corporate boards in OECD countries: composition, compensation, committee structure and effectiveness", *Mimeo*, Universidad de Valladolid
- BALAKRISHNAN, S. e FOX, I.** (1993), "Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure", *Strategic Management Journal*, 14 (1), pp. 3-16
- BALIGA, B.R., MOYER, R.C. e RAO, R.P.** (1996). "CEO duality and firm performance: what's the fuss?", *Strategic Management Journal*, 17, pp. 41-53
- BARCA, F.** (1995), "On corporate governance in Italy: Issues, facts and agenda", <http://ssrn.com/abstract=10016>
- BARNEY, J.** (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17, pp. 99-110
- BARONITINI, R. e CAPRIO, L.** (2006), "The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe", *European Financial Management*, 12(5), pp. 689-723
- BAYSINGER, B. e BUTLER, H.H.** (1985), "Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition", *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1, pp.101-124
- BAYSINGER, B. e HOSKISSON, R.E.** (1990), "The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy", *Academy of Management Review*, 15(1), pp. 72-87
- BEAVER, W.H** (2002), "Perspectives on Recent Capital Market Research", *The Accounting Review*, 77(2), pp. 453-474
- BEBCHUK, A, COHEN F. e FERRELL, A.** (2009), "What Matters in Corporate Governance?", *The Review of Financial Studies*., 22 (2), pp. 783-827.
- BEBCZUK, R.** (2004), "What Determines the Access to Credit by SMEs in Argentina?" Documento de Trabajo N. 48
- BENNETSEN, M. e WOLFENSON, D.** (2000), "The balance of power in close held corporations" *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 113-139
- BENSTON, G.J.** (1985), "The self-serving management hypothesis. Some evidence", *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp. 67-84
- BENSTON, J. e SMITH, W.** (1976), "A transactions with approach to the theory of financial intermediation", *The Journal of Finance*, 31, pp. 215-231.
- BERGER, A. e UDELL, F.** (1992), "Some evidence on the empirical significance of credit rationing", *Journal of Political Economy*, 100(5), pp. 1046-1.077

- BERGER, A. e UDELL, F.** (1995), "Relationship lending and lines of credit in small firm finance", *Journal of Business*, 68(3), pp. 351-381
- BERGER, A. e UDELL, F.** (2002), "Small business credit availability and relationship lending: the importance of bank organization structure", *The Economic Journal*, 112, pp. 32-53
- BERGER, A. e UDELL, F.** (2006), "A more complete conceptual framework for financing of small and medium enterprises", *Journal of Banking and Finance*, 30 (11), pp. 2945-2966
- BERGER, A., KLAPPER, L., PERIA M. e ZAIDI, R.** (2008), "Bank ownership type and banking relationships", *Journal of Financial Intermediation*, 17, pp. 37-62
- BERGER, A., MILLER, N. H., PETERSEN, M. A., RAJAN, R. G. e STEIN, J. C.** (2005), "Does function follow organizational form? Evidence from the lending practices of large and small banks", *Journal of Financial Economics*, 76, pp. 237-269
- BERGER, A., ROSEN, R. e UDELL, G.** (2007), "Does Market Size Structure Affect Competition? The Case of Small Business Lending", *Journal of Banking & Finance* 31(1), pp. 11-33
- BERGLÖF, E.**, (1997), "Reforming Corporate Governance - Redirecting the European Agenda," *Economic Policy*, 24, pp. 93-123
- BERLE, A. e MEANS, G.** (1932), "The Modern Corporation and private property". *Macmillan*, New York.
- BERLIN, M, JOHN, K. e SAUNDERS, A.** (1996), "Bank equity stakes in borrowing firms and financial distress, *Review of Financial Studies*, 9, pp. 889-919
- BERLIN, M. e LOEYS, J.** (1988), "Bond Covenants and Delegated Monitoring", *Journal of Finance*, 43(2), pp. 397-412
- BERLIN, M. e MESTER, L.** (1992) "Debt Covenants and Renegotiation," *Journal of Financial Intermediation*, 2, pp. 95-133
- BERLIN, M. e MESTER, L.** (1999), "Deposits and relationship lending", *Review of Financial Studies*, 12(3), pp. 579-607.
- BERLIN, M. e MESTER, L.** (1999), "Deposits and Relationship Lending", *The Review of Financial Studies*, 12(3), pp. 579-607
- BHABRA, G.S.** (2007), "Insider ownership and firm value in New Zealand", *Journal of Multinational Financial Management*, 17, pp. 142-154
- BHAGAT, S. e BLACK, B.** (2002), "The Non-Correlation between Board independence and long-term firm performance", *Journal of Corporation*, 27, pp. 231-273
- BHAGAT, S. e BOLTON, B.** (2008), "Corporate governance and firm performance", *Journal of Corporate Governance*, 14(3), pp. 257-273
- BHARATH, S. DAHIYA, S., SAUNDERS, A. e SRINIVASAN, A.** (2007), "So What Do I Get? The Bank's View of Lending Relationships", *Journal of Financial Economics*, 85(2), pp. 368-419
- BHATTACHARYA, S. e CHIESA, G.** (1995), "Proprietary information, financial intermediation, and research incentives", *Journal of Financial Intermediation*, 4(4), pp. 328-357

- BLACKWELL, W. e KIDWELL, S.** (1988), “An Investigation of Cost Differences between Public Sales and Private Placements of Debt,” *Journal of Financial Economics*, 22, pp. 253-278
- BLASCO, A. e MOYA, I.** (2005), “Factores económico-financieros que inciden en la eficiencia temporal de las empresas del sector turístico español”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 34(126), pp. 663-687
- BODENHORN, H.** (2003), “Short-term loans and long-term relationships: Relationship lending in early America”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 35(4), pp. 485-505
- BOLBOL, A., FATHELDIN, A. e OMRAN, M.** (2004), “Ownership Structure, Firm Performance, and Corporate Governance: Evidence from Selected Arab Countries”, *Working Paper Abu Dhabi*, Arab Monetary Fund
- BOLTON, P. e FREIXAS, X.** (2000), “Equity, Bonds, and Bank Debt: Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information”, *Journal of Political Economy*, 108(2), pp. 324–351
- BOLTON, P. e SCHARFSTEIN, D.** (1996), “Optimal debt structure and the number of creditors”, *Journal of Political Economy*, 104(1), pp. 1-25
- BONFIM, D, DAI, Q. e FRANCO, F.** (2010), “Relações bancárias e custos de financiamento, *Relatório de estabilidade financeira*, Banco de Portugal, pp.163-180
- BOOT, A.** (2000), “Relationship banking: What do we know?” *Journal of Financial Intermediation*, 9, pp. 7-25
- BOOT, A. W. A. e THAKOR, A. V.** (2000), “Can relationship banking survive competition? *Journal of Finance*, 55(2), pp. 679-713
- BOOT, A. W. A., GREEMBAUM, S. e THAKOR, A. V.** (1993), “Reputation and discretion in financial contracting”, *American Economic Review*, 83, pp.1165-1183
- BOTHWELL, J.** (1980), “Profitability, risk and the separation of ownership from control” *Journal of Industrial Economics*, 28(3), pp. 303-311
- BOUBAKRI, N. e COSSET, C.** (1998), “The financial and operating performance of newly privatized firm: evidence from developing countries”, *The Journal of Finance*, 53(3), pp. 1081-1110
- BOUBAKRI, N., COSSET, C. e FISHER, K.** (2005a), “Privatization and bank performance in developing countries”, *Journal of Banking and Finance*, 29(8), pp. 2015-2041
- BOUBAKRI, N., COSSET, C. e GUEDHAMI, O.** (2005b) “Post-privatization Corporate Governance: The Role of Ownership Structure and Investor Protection”, *Journal of Financial Economics*, 76(2), pp. 369-399
- BOYD, J. e PRESCOTT, E.** (1986), “Financial intermediary-coalitions”, *Journal of Economic Theory*, 38, pp. 211-232
- BOYD, J.H., C. CHANG e SMITH B.D.** (1998), “Moral hazard under commercial and universal banking”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 30, pp. 427-468
- BRICK, I. e PALIA, D.** (2007), “Evidence of jointness in the terms of relationship lending”, *Journal of Financial Intermediation*, 6(3), pp. 452-476
- BRIS, A. e WELCH, I.** (2005), “The optimal concentration of creditors”, *The Journal of Finance*, 60(5), pp. 2193-2212

- BRIS, A., BRISLEY, N e CABOLIS, C.** (2008), “Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers”, *Journal of Corporate Finance*, 14(3), pp. 224-240
- BUCHINSKY, M. e YOSHA, O.** (1995), “Evaluating the probability of failure of a banking firm”, *Cowles Foundation Discussion Paper*, N° 1108, New Haven
- BURKART, M. e PANUNZI, F.** (2006), “Agency conflicts, ownership concentration and legal shareholder protection” *Journal of Financial Intermediation*, 15, pp. 1-31
- BYERS, S., FIELDS, L. e FRASER, D.** (2008), “Are corporate governance and bank monitoring substitutes: Evidence from the perceived value of bank loans”, *Journal of Corporate Finance*, 14(4), pp. 475-483
- BYRD, J., PARRINO, R e PRITSCH, G.** (1998), “Stockholder-Manager Conflicts and Firm Value”, *Financial Analysts Journal*, Mayo-July, pp. 14-30
- BYRD, T. e MIZRUCHI, M.** (2005), “Bankers on the Board and the Debt Ratio of Firms” *Journal of Corporate Finance*, 11, pp.129-173
- CABRERA, K. e SANTANA, D.J.** (2002), “El gobierno en la empresa familiar”, *Boletín de Estudios Económicos*, 57(177), pp. 467-481
- CAMISÓN, C.** (1996), “Dinámica de la competitividad de la Pyme española en la década 1984-1994. Análisis del efecto industria y efecto empresa”. *Economía Industrial*, 310, pp.121-140.
- CAMPBELL, T. e KRACAW, W.** (1980), “Information production, market signaling and the theory of financial intermediation”, *The Journal of Finance*, 35 (4), pp. 863-882
- CÁNOVAS, G.H. e SOLANO, P.M.** (2006), “Efecto de las relaciones bancarias sobre la deuda de las pymes”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 5, pp. 9-26
- CÁNOVAS, G.H. e SOLANO, P.M.** (2007), “Effect of the number of banking relationship on credit availability: Evidence from panel data of Spain small firm”, *Small Business Economics*, (28), pp. 37-53
- CARDONE, C. e CAZOLA, L.** (2001): “New approaches to the analysis of the capital structure of SMES: Empirical evidence from Spanish Firms”, *Working Paper 01-*
- CARDONE, C., CASASOLA, M. J. e SAMARTIN, M.** (2005), “Do banking relationships improve credit conditions for Spanish SMEs?” *Business Economics Working Paper 05-28*
- CARLETTI, E.**, (2004), “The Structure of Bank Relationships, Endogenous Monitoring, and Loan Rates”, *Journal of Financial Intermediation* 13(1), 58-86
- CARLETTI, E., CERASI V. e DALTUNG S.**, (2007), “Multiple-Bank Lending: Diversification and Free- Riding in Monitoring”, *Journal of Financial Intermediation*, 16(3), pp. 425-451
- CASASOLA, M. e TRIBÓ, J.** (2003), “La participación bancaria en estructuras de propiedad con grandes accionistas”, *XIII Congreso de ACEDE*, Salamanca
- CASSON, M.** (1999), “The economics of the family firm”, *Scandinavian Economic History Review*, 47, pp. 10-23
- CASTELLI, A., DWYER P. e HASAN, I.** (2006), “Bank Relationships and Small Firms’ Financial Performance”, *Federal Reserve Bank of Atlanta*, Atlanta.

- CHAGANTI, R. e DAMANPOUR, F.** (1991), “Institutional ownership, capital structure, and firm performance”, *Strategic Management Journal*, 12 (7), pp. 479-491
- CHAKRABORTY, A. e HU, C.** (2006), “Lending relationships in line-of-credit and nonline-of-credit loans: Evidence from collateral use in small business”, *Journal of Financial Intermediation*, 15(1), pp. 86-107
- CHAKRABORTY, A., FERNANDO, C. e MALLICK, R.** (2002), “The importance of being known: Relationship banking and credit limits”, *Harvard Business School*, June
- CHAN, Y. S., GREENBAUM, S. I. e THAKOR, A. V.** (1986), “Information reusability, competition and bank asset quality”, *Journal of Banking and Finance*, 10, pp. 243-253
- CHATTERJEE, S. e HARRISON, J.S.** (2001), “Corporate governance”, En Hitt, M.A., Freeman, R.E. y Harrison, J.S. (eds), *Blackwell Handbook of Strategic Management*. Blackwell, Oxford, pp. 543-563
- CHEN, J.P. e JAGGI, B.** (2000), “Association between independent non executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4,5), pp. 285-310
- CHIRINKO, R. S. e ELSTON, J. A.** (2006), “Finance, control, and profitability: The influence of German banks”, *Journal of Economic Behaviour and Organization*, 59(1), pp.69-88
- CHO, M.** (1998), “Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis”, *Journal of Financial Economics*, 47(1), pp. 103-121 .
- CHRISMAN, J., CHUA, J. e SHARMA, P.** (2005), “Trends and Directions in the Development of a Strategic Management Theory of the Family Firm”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(5), pp. 555-576.
- CLARKSON, M.** (1995), “A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance”, *Academy of Management Review*, 20(1), pp. 92-117
- CLAVER, E., MOLINA, JF. e TARI, J.** (2002), “Firm and industry effects on firm profitability: a Spanish empirical analysis”, *European Management Journal*, 20(3), pp. 321-328
- COASE, R.** (1937), “The nature of the firm”, Wiley online library
- COLE, A., GOLDBERG, G. e WHITE, J.** (2004), “Cookie-cutter versus characer: The micro structure of small business lending by large and small banks”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(2), pp. 227-251
- COLE, R.** (1998), “The importance of relationships to the availability of credit”, *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), pp. 227-251
- COLES, J.W., MCWILLIAMS, V.B. e SEN, N.** (2001), “An examination of the relationship of governance mechanisms to performance”, *Journal of Management*, 27(1), pp. 23-50
- COOPER, A., GIMENO-GASCON, F.J. e WOO, C.Y.** (1994), “Initial human capital and financial capital predictors of new venture performance”, *Journal of Business Venturing*, 9(5), pp. 371-395
- COSCI, S. e MELICIANI, V.** (2002), “Multiple banking relationships: Evidence from the Italian experience”, *Manchester School*, 70, pp. 37-54



- COSTA, J.** (1998), “O impacto do entrenchamento no earnings management”, *Dissertação de Mestrado - Universidade do Porto*, pp. 39-49.
- CRONQVIST, H. e NILSSON, M.** (2003), “Agency cost of controlling minority shareholders”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(4), pp. 695–719
- CUBBIN, J. e GEROSKI, P.** (1987), “The convergence of profits in the long run: inter-firm and inter-industry comparisons.” *The Journal of Industrial Economics*, 35(4), pp. 427-442
- CUERVO, A.** (2002), “Corporate governance mechanisms: a plea for less code of god governance and more market control”, *Corporate governance: An International Review*, 10(2), pp. 84-93
- CUERVO-CAZURRA, A.** (1999), “Grandes accionistas y beneficios privados: el caso de bancos como accionistas de empresas no financieras”, *Investigaciones europeas de dirección y economía de la empresa*, 5 (1), pp. 21-44
- CUESTA, J.V.** (2000), “Mecanismos jurídicos para garantizar la continuidad de la empresa familiar” *I Congreso Nacional de Investigación sobre Empresa Familiar*. Organismo Público Valenciano de Investigación, pp. 229-242
- DAILY, C.M., JOHNSON, J.L. e DALTON, D.R.** (2007), “On the measurements of board composition: poor consistency and a serious mismatch of theory and operationalization”, *Decision Sciences*, 30 (1), pp. 83-106
- DALTON, D.R., DAILY, C.M., ELLSTRAND, A.E. e JOHNSON, J.L.** (1998), “Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance”, *Strategic Management Journal*, 19(3), pp. 269-290
- D'AURIA, C., FOGLIA, A. e MARULLO-REEDTZ, P.** (1999), “Bank interest rates and credit relationships in Italy”, *Journal of Banking and Finance*, 23(7), pp. 1067-1093
- DE BODT, E., LOBEZ, F. e STATNIK, J. C.** (2005), “Credit rationing, customer relationship and the number of banks: An empirical analysis”, *European Financial Management*, 11(2), pp. 195-228
- DEANGELO, H, DEANGELO, L. e WRUCK, K.** (2002), “Asset liquidity, debt covenants, and managerial discretion in financial distress: the collapse of L.A. Gear”, *Journal of Finance Economics*”, 64, pp. 3-34
- DEGRYSE, H. e ONGENA, S.** (2001), “Bank relationships and firm profitability”, *Financial Management*, 30(1), pp. 9-34
- DEGRYSE, H. e ONGENA, S.** (2005), “Distance, Lending Relationships, and Competition” *Journal of Finance*, 60(1), pp.231-266
- DEGRYSE, H. e ONGENA, S.** (2007), “Competition and Regulation in the Banking Sector: A Review of the Empirical Evidence on the Sources of Bank Rents”, *CentER – Tilburg University, Working Paper*, Mimeo
- DEGRYSE, H. e VAN CAYSEELE P.** (2000), “Relationship Lending Within a Bank-Based System: Evidence from European Small Business Data”, *Journal of Financial Intermediation*, 9(1), pp.90-109
- DEGRYSE, H., MASSCHELEN, N. e MITCHELL, J.** (2005), “SMEs and bank lending relationship: The impact of mergers”, CEPR Discussion Paper, No. 5061.

- DEGRYSE, H., ONGENA, S. e ALKAN, G.** (2007), “Corporate governance: A review of the role of banks””, *CentER – Tilburg University, Working Paper*
- DELGADO, M. M.** (2003), “Factores determinantes de la discrecionalidad contable: Una aplicación empírica a las empresas cotizadas españolas”, *Servicio de Publicaciones Universidad de Burgos, Burgos*
- DELL'ARICCIA, G.** (2001), “Asymmetric information and the structure of the banking industry”, *European Economic Review*, 45(10), pp.1957-1980
- DEMB, A. e NEUBAUER, F.F.** (1992), “The corporate board: Confronting the paradoxes”, *Long Range Planning*, 25(3), pp. 9-20
- DEMSETZ, H.** (1983) “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm”, *Journal of Law and Economics*, 26(2), pp. 375-390
- DEMSETZ, H. e LEHN, K.** (1985), “The structure of corporate ownership: causes and consequences”, *Journal of Political Economics*, 93(6), pp.1155-1177
- DEMSETZ, H. e VILLALONGA, B.** (2001), “Ownership Structure and Corporate Performance”, *Journal of Corporate Finance*, 7(3), pp. 209-233.
- DENIS, D. e MCCONNELL, J.** (2003), “International Corporate Governance”: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, pp. 1-36.
- DENNIS, S., NANDY., D. e SHARPE, I.** (2000), “The determinants of contract terms in bank revolving credit agreements”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(1), pp. 87-110
- DETRAGIACHE, E., GARELLA, P. e GUISO, L.** (2000), “Multiple versus single banking relationships: Theory and evidence”, *Journal of Finance*, 55(3), pp. 1133-1161
- DEWATRIPONT, M. e MASKIN, E.** (1995), “Credit and efficiency in centralized and decentralized economies”, *Review of Economic Studies*, 62(4), pp. 541-55
- DEWENTER, K. e MALATESTA, P.** (2001), “State-owned and privately owned firms: an empirical analysis of profitability, leverage, and labour intensity” *American Economic Review*, 91, pp.321-334
- DIAMOND, D.** (1984), “Financial intermediation and delegated monitoring”, *Review of Economic Studies*, 51(3), pp. 393-414
- DIAMOND, D.** (1989), “Reputation acquisition in debt markets” *Journal of Political Economy*, 97, pp. 688-721
- DIAMOND, D.** (1991), “Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt”, *Journal of Political Economy*, 99(1), pp. 689-721
- DIAZ, B., OLALLA, M. e AZOFRA, S.** (2004), “Bank acquisitions and performance: evidence from a panel of European credit entities”, *Journal of Economics and Business*, 56 (5), pp. 377-404
- DITTMAR, A. e MAHRT-SMITH, J.** (2007), “Corporate governance and the value of cash holdings”, *Journal of Financial Economics*, 83(3), pp. 599-634
- DITTUS, P. e PROWSE, S.** (1996), “Corporate control in Central Europe and Russia. Should the banks own shares?”, <http://ssrn.com/abstract=569199>

- DOIDGE, C., KAROLYI, G., LINS, K., MILLER, D. e STULZ, R.** (2006), "Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-Listing Decision", *Finance Working Paper No. 77/2005*, <http://ssrn.com/abstract=668424>
- DONALDSON, L. e DAVIS, J.H.** (1991), "Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder return", *Australian Journal of Management*, 16, pp. 49-64
- DONOVAN, M.** (1996), "Can Technology Really Help Small Business?", *Small Business Forum*, 14(2), pp. 77-78.
- DOUMA, S. e SCHREUDER, H.** (2002), "Economic approaches to organizations", Pearson Education
- DRUCKER, S. e PURI, M.,** (2005), "On the benefits of concurrent lending and underwriting" *Journal of Finance*, 60(6), pp. 2763–2799
- EASTERBROOK, F.** (1984), "Two agency cost explanation of dividends", *American Economic Review*, 28, pp. 403-415
- EBER, N.** (2001), "Les relations bancaires de long terme: une revue de la littérature", *Revue d'Economie Politique*, 111(2), pp. 195-246
- EDWARDS J. e WEICHENRIEDER J.** (2004), "Ownership Concentration and Share Valuation", *German Economic Review*, 5(2), pp. 143-171
- EDWARDS, J. e NIBLER, M.** (2000), "Corporate Governance in Germany: The Role of Banks and Ownership Concentration", *Economic Policy*, 31, pp. 238-267
- EGUIDAZU MAYOR, S.** (1999), "Creación de valor y gobierno de la empresa", *Barcelona: Gestión 2000*.
- EISENBERG, T., SUNDGREEN, S. e WELLS, M. T.** (1998), "Larger board size and decreasing firm value in small firms", *Journal of Financial Economics*, 48 (1), pp. 35-54.
- EISENHARDT, K.M.** (1989), "Agency theory: an assessment and review", *Academy of Management Review*, 14 (1), pp. 57-74.
- ELSAS, R.** (2005), "Empirical determinants of relationship lending", *Journal of Financial Intermediation*, 14(1), pp. 32-57.
- ELSAS, R. e KRAHNEN, J.** (2002), "Collateral, Relationship Lending, and Financial Distress: An Empirical Study on Financial Contracting" Center for Financial Studies, Mimeo. *Working Paper No. 2002/17*
- ELSAS, R. e KRAHNEN, J. P.** (1998), "Is relationship lending special? Evidence from credit-file data in Germany", *Journal of Banking and Finance*, 22(10-11), pp. 1283-1316
- ELSAS, R., HEINEMANN, F. e TYRELL, M.** (2004), "Multiple but asymmetric bank financing: The case of relationship lending", <http://ssrn.com/abstract=559104>
- ELYASIANI E. e GOLDBERG, L.** (2004), "Relationship lending: a survey of the literature", *Journal of Economics and Business*, 56(4), pp. 315-330
- EMMONS, R. e SCHMID, F.** (1998), "Universal Banking, Control Rights, and Corporate Finance in Germany", *Review - Federal Reserve Bank of St. Louis*, pp. 19-42
- EWERT, R., SCHENK, G. e SZCZESNY, A.** (2000), "Determinants of Bank Lending Performance in Germany", *Schmalenbach Business Review*, 52, pp.344-362

- FAMA, E.** (1980), "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, 88, pp. 288-301
- FAMA, E.** (1985), "What's Different About Banks?", *Journal of Monetary Economics* 15(1), pp. 29-39
- FAMA, E. e JENSEN, M.C.** (1983a), "Agency problems and residual claims", *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 327-349
- FAMA, E. e JENSEN, M.C.** (1983b), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-325
- FARINHA, L. A. e SANTOS, J. A. C.** (2002), "Switching from single to multiple bank lending relationships: Determinants and implications", *Journal of Financial Intermediation*, 11(2), pp. 124-151
- FAUVER, L. e FUREST, M.** (2006), "Does good corporate governance include employee representation? Evidence from German corporate boards", *Journal of Financial Economics*, 82(3), pp. 673-710
- FERNÁNDEZ A. I., GÓMEZ, S. e FERNÁNDEZ, C.** (1999), "El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial: evidencia para el caso español", *Investigaciones Económicas*, 22, pp. 501-516
- FERNÁNDEZ A., FERNÁNDEZ, C. e GÓMEZ-ANSON,** (1998), "El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial: evidencia para el caso español", *Investigaciones Económicas*, 22, pp. 501-516
- FERRI, G. e MESSORI, M.** (2000), "Bank-firm relationships and allocative efficiency in north-eastern and central Italy and in the south", *Journal of Banking & Finance*, 24(6), pp.1067-1095
- FIGUEIREDO, M. e HILL, M.** (2003), "Dados em painel: Paineis genuínos vs pseudo paineis", *In Temas em Métodos Quantitativos 3, Ed. Elizabeth Reis - Edições Silabo*, 3, pp. 161-168.
- FILATOTCHEV, I. e MICKIEWICZ, T.** (2001), "Ownership Concentration, Private Benefits of Control, and Debt Financing", <http://ssrn.com/abstract=286372>
- FOGELBERG, G.** (1980), "Ownership and control in 43 of New Zealand's largest companies", *New Zealand Journal of Business*, 2, pp. 54-78
- FOGLIA, A, LAVIOLA, S. e MARULLO, P.** (1998), "Multiple Banking Relationship and the Fragility of Corporate Borrowers", *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 1441-1456
- FOK, R. C., CHANG, Y. C. e LEE, W. T.** (2004), "Bank relationships and their effects on firm performance around the Asian financial crisis: Evidence from Taiwan", *Financial Management*, 33(2), pp. 89-112
- FORBES, D.P. e MILLIKEN, F.J.** (1999), "Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision-making groups", *Academy of Management Review*, 24(3), pp. 489-505
- FRANCIS, J. e SMITH, A.** (1995), "Agency cost and innovation some empirical evidence", *Journal of Accounting and Economics*, 19 (2-3), pp. 383-409
- FRANKS, J. e MAYER, C.** (1996), "Ownership, control and the performance of German corporations", Mimeo, Oxford University

- FRANKS, J. e MAYER, C.** (1998), "Bank control, takeovers and corporate governance in Germany", *Journal of Banking & Finance*, 22(10-11), pp. 1385-1403
- FRANKS, J. e MAYER, C.** (2001), "Ownership and Control of German Corporations", *The Review of Financial Studies*, 14 (4), pp. 943-977
- FRANKS, J. e MAYER, C., ROSSI, S.** (2006), "Ownership: Evolution and Regulation" *ECGI Finance Working Paper No. 09/2003*, <http://ssrn.com/abstract=354381>
- FREIXAS, X.** (2005), "Deconstructing relationship banking", *Investigaciones Economicas*, Madrid, 29(1), pp. 3-31
- FREIXAS, X. e ROCHET, J.** (1999), "Microeconomics of banking", Massachusetts Institute of Technology
- FÜRST, O. e KANG, H.** (2000), "Corporate Governance, Expected Operating Performance, and Pricing", <http://ssrn.com/abstract=141357>
- GABRIELSSON, J. e WINLUND, H.** (2000), "Boards of directors in small and medium sized industrial firms: examining the effects of the board's working style on board task performance", *Entrepreneurship and Regional Development*, 12(4), pp. 311-330
- GALVE, C.** (2002), "Propiedad y gobierno: La empresa familiar", *Ekonomizar*, 50(2) pp. 158-181
- GALVE, C. e SALAS, V.** (1993), Propiedad y resultados de la gran empresa española", *Investigaciones Económicas*, 17(4), pp. 207-238
- GARCIA, A., FERNANDEZ, A. e ANSÓM, S.** (2002) "Mecanismos externos de control de la empresa: el papel de los bancos y el mercado de control en entornos de baja protección del inversor", *Revista Vasca de Economía*, (50), pp. 54-73
- GARCIA-MARCO, T. e OCANA, C.** (1999), "The Effect of Bank Monitoring on the Investment Behaviour of Spanish Firms", *Journal of Banking and Finance*, 23(11), pp.1579-1603
- GARDES, F., DUNCAN, P., GAUBERT, P. e STARZEC, C.** (1998), "A comparasion of consuption models estimated on American and poolish panel and pseu-panel data", *XIV th Conference on Applied Microeconomics*, Pointe-A-Pitre.
- GARRIGA, J.** (2005), "Relationship Lending: Does the Number Banks Matter? Evidence from US" *Working Paper*, <http://ssrn.com/abstract=676707>
- GARRIGA, J.** (2006) "The effect of relationship lending on firm performance", Universitat Autònoma de Barcelona, *Working Paper N° 06/5*
- GAVER, J. e GAVER, K.** (1993), "Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), pp. 125-160 .
- GEDAJOVIC, E. e SHAPIRO, D.** (2002), "Management and ownership effects: evidence from five countries", *Academy of Manegement Journal*, 45, pp. 565-575.
- GIBSON, M.S.**, (1995), "Can Bank Health Affect Investment? Evidence from Japan", *Journal of Business*, 68(3), pp. 281-308
- GILLAN, S. e STARKS, L.** (2000), "Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors". *Journal of Financial Economics*, 57(2), pp. 275-305

- GILLAN, S.L.** (2006), “Recent developments in corporate governance: An overview”, *Journal of Finance*, 12(3), pp. 381-402
- GILSON, R. e GORDON, J.** (2003), “Controlling shareholders”, Stanford University, *Working Paper*, N°. 262
- GOERGEN, M. e RENNEBOG, L.** (2008), “Contractual corporate governance”, *Journal of Corporate Finance*, 14(3), pp. 166-182
- GOMES, R. e NOVAES, W.** (1999), “Multiple large shareholders in corporate governance”, Wharton School, *Working Paper*
- GOMES, R. e NOVAES, W.** (2005), “Sharing of control as a corporate governance mechanism, <http://ssrn.com/abstract=277111>
- GOMEZ-MEJIA, L., NUNEZ-NICKEL, M. e GUTIERREZ, I.** (2001), “The role of family ties in agency contracts”, *Academy of Management Journal*, 44, pp. 81-95
- GOMPERS, P., ISHIL, J. e METRICK, A.** (2003), “Corporate governance and equity prices”, *The Quality Journal of Economics*, 118 (1), pp.107-155
- GONZÁLEZ, V. e GONZÁLEZ, F** (2008), “Influence of bank concentration and institutions on capital structure: New international evidence”, *Journal of Corporate Finance*, 14(4), pp. 363-375
- GORTON, G. e SCHMID, A.** (2000), “Universal Banking and the Performance of German Firms”, *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp. 29– 80
- GRANT, R.** (1991), “The Resource-Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation.” *California Management Review*, 33(3), pp. 114-135.
- GRANT, R.** (1996), *Dirección Estratégica: Conceptos, Técnicas y Aplicaciones*, Civitas, Madrid.
- GRANT, R.** (1999), “Prospering in dynamically competitive environments: Organization capability as knowledge integration”. *Organ. Sci.*, pp. 7375–387
- GREGORIC, A. e VESPRO C.** (2003) “Block Trades and the Benefits of Control in Slovenia”, *Working Paper No. 29/2003*, <http://ssrn.com/abstract=444500>
- GROESSL, I. e LEVRATTO, N.** (2004), “Problems of evaluating small firms: Quality as a reason for unfavourable loan condition”, *Working paper n° 0406014*, <http://ssrn.com/abstract=444500>
- GROSSMAN, S e HART, O.** (1986), “The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integrat”, *Journal of Political Economy*, 94(4), pp. 691-719.
- GUIO, L. e MINETTI, R.** (2004), “Multiple creditors and information rights: Theory and evidence from us firms”, <http://ssrn.com/abstract=527222>
- GUJARATI, D.** (2003), “Basic econometrics” McGraw Hill
- HANLEY, A. e CROOK, J.** (2005), “The higher cost of follow-up loans”, *Small Business Economics*, 24(1), pp. 29-38
- HANSEN, G.S. e WERNERFELT, B.** (1989), “Determinants of firm performance: the relative importance of economic and organizational factors.” *Strategic Management Journal*, 10(5), pp. 399-411

- HANSEN, S., KUMAR, R. e SHOME, D.** (1994), "Dividend policy and corporate monitoring: evidence from the regulated electric utility industry", *Financial Management*, 23, pp. 16-22
- HAO, L.**, (2003), "Bank Effects and the Determinants of Loan Yield Spreads," York University, Mimeo.
- HARFORD, J., MANSI, S. e MAXWELL, W.** (2008), "Corporate governance and firm cash holding in the US", *Journal of Financial Economics*, 87(3), pp. 535-555
- HARHOFF, D. e KÖRTING, T.** (1998), "Lending relationships in Germany – Empirical evidence from survey data", *Journal of Banking & Finance*, 22, pp. 1317-1353
- HART, O.** (1983), "The market mechanism as an incentive scheme", *Bell Journal of Economics*, 14(2), pp. 366-382
- HART, O.** (1995), "Corporate Governance: Some Theory and Implications", *The Economic Journal*, 105(430), pp. 678-689
- HART, O. e MORE, J.** (1990), "Property rights and the nature of firm", *Journal of Political Economy*, 98(6), pp. 1119-1158
- HASSEN, J.** (1999), "Some tests for parameter constancy in cointegrated Var-models", *The Econometrics Journal*, 2(2), pp. 306-333
- HAWAWINI, G., SUBRAMANIAN, V. e VERDIN P.** (2003), "Is performance driven by industry- or firm-specific factors? A new look at the evidence", *Strategic Management Journal*, 24(1), pp. 1-16
- HELLWIG, M.** (1989), "Asymmetric information, financial markets, and financial institutions", *European Economic Review*, 33(2-3), pp. 277-285
- HERMALIN, B. e WEISBACH, M.** (2003), "Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic evidence", *Economic Policy Review*, 9(1), pp. 7-26
- HERMALIN, B.E. e WEISBACH, M.** (1991), "The effects of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial Management*, 20(4), pp.101-112
- HERNANDEZ, G. e MARTINEZ, P.** (2006), "Banking relationships: Effects on the debt terms for small Spanish firms", *Journal of Small Business Management*, 44(3), pp. 315-333.
- HERNÁNDEZ, G. e MARTÍNEZ, P.** (2010), "Relationship lending and SME financing in the continental European bank-based system", *International Small Business Journal*, 34, pp. 465-482
- HILL, C. e JONES, T.** (1996), "Stakeholder-Agency Theory", *Journal of Management Studies*, 29(2), pp.131-154
- HILL, C. e SNELL, S.** (1988), "External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries" *Strategic Management Journal*, 9(6), pp. 577-590.
- HILL, C. e SNELL, S.** (1989), "Effects of ownership and control on corporate productivity", *Academy of Management Journal*, 32 (1), pp. 25-46
- HIMMELBERG, P., GLENN HUBBARD, R. e PALIA, D.** (1999), "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance" *Journal of Financial Economics*, 53(3), pp. 353-384 .

- HOLDERNESS, C.** (2003), "A Survey of Blockholders and Corporate Control", *Economic Policy Review*, 9(1), pp. 51-64
- HOLL, P.** (1977), "Control type and market for corporate control in large U.S. corporations", *The Journal of Industrial Economics*, 25(4), pp. 259-273
- HOSHI, T., KASHYAP, A. e SCHARFSTEIN, D.** (1990a), "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan", *Journal of Financial Economics*, 27(1), pp. 67-88
- HOSHI, T., KASHYAP, A. e SCHARFSTEIN, D.** (1990b), "Bank Monitoring and investment: Evidence from Changing Structure of Japanese Corporate banking relationship" *En Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, Glenn Hubbard, The University of Chicago Press
- HOSHI, T., KASHYAP, A. e SCHARFSTEIN, D.** (1991), "Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups", *The Quarterly Journal of Economics*, 106(1), pp. 33-60
- HOSHI, T., KASHYAP, A. e SCHARFSTEIN, D.** (1993), "The choice between public and private debt: an analysis of post-deregulation corporate finance in Japan". *NBER Working paper*, 4421. Cambridge, <http://ssrn.com/abstract=227327>
- HOSKISSON, R.E. e TURK, T.** (1990), "Corporate restructuring: governance and control limits of the internal market", *The Academy of Management Review*, 15(3), pp. 459-477
- HOUSTON, J. F. e JAMES, C. M.** (1996), "Bank information monopolies and the mix of private and public debt claims", *Journal of Finance*, 51(5), pp. 1863-89
- HOUSTON, J. F. e JAMES, C. M.** (2001), "Do relationships have limits? Banking relationships, financial constraints, and investment", *Journal of Business*, 74(3), pp. 347-74
- HU, Y. e IZUMIDA, S.** (2008), "Ownership concentration and corporate performance: A causal analysis with japaneses panel data", *Corporate Governance An International Review*, 16(4), pp. 342-358.
- HUBBARD, R., KUTTNER, N. K. e PALIA, D. N.** (2002), "Are there bank effects in borrowers' costs of funds? Evidence from a matched sample of borrowers and banks", *Journal of Business*, 75(4), pp. 559-580
- HUCK, J. e MCEWEN, T.** (1991), "Competencies needed for small business success: Perceptions of Jamaican entrepreneurs", *Journal of Small Business Management*, 29(4), pp. 90-93
- HUSE, M.** (2000), "Boards in SMEs: a review and research agenda", *Entrepreneurship and Regional Development*, 12 (4), pp. 271-290
- HUSE, M. e EIDE, E.** (1996), "Stakeholder management and the avoidance of corporate control", *Business and Society*, 35(2), pp. 211-243
- IAPMEI**, (2008), "Sobre as PME em Portugal", *Direção de Planeamento e Estudos*
- IQBAL, Z. e SHETTY S.** (2002), "An investigation of causality between insider transactions and stock returns", *Quarterly Review of Economics and Finance*, 42(1), pp. 41-57
- ITURRALDE, T., MASEDA, A e JOSE, L.** (2010), "Empirical evidence of banking relationships for Spanish SMEs", *International Small Business Journal*, 28, pp. 274-295



- JACKSON, S.** (1992), “Consequences of group composition for the interpersonal dynamics of strategic issue processing”. En Dutton, J., Huff, A. y Shrivastava, P. (eds.), *Advances in Strategic Management*, 8, pp. 345-382
- JACOBSON, S.** (1988), “The persistence of abnormal returns”, *Strategic Management Journal*, 9(5), pp. 415-430
- JACQUEMIM, A.** (1989), “*La nueva Organización Industrial*”, Vicens Vives, Barcelona
- JAMES, C.M. e WIER, P.** (1987), “Returns to acquirers and competition in the acquisition market: the case of banking”, *Journal of Political Economy*, 95(2), pp. 355-370
- JANDIK, T. e RENNIE, C.**, (2008), “The Evolution of Corporate Governance and Firm Performance in Transition Economies: The Case of Sellier and Bellot in the Czech Republic.”, *European Financial Management*, 14(4), pp. 747–791
- JAYARATNE, J. e WOLKEN, J.** (1999), “How important are small banks to small business lending? New evidence from a survey of small firms”, *Journal of Banking & Finance*, 23(2-4), pp. 427-458
- JENSEN, M.C.** (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, 76(2), pp. 323– 329
- JENSEN, M.C.** (1993), “The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 6 (4), pp. 4-23
- Jensen, M.C. e Meckling, W.H.** (1976), “Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure” *Journal of Financial Economic*, 3(4), pp. 305-360.
- JENSEN, M.C. e MURPHY, K.J.** (1990), “Performance pay and top management incentives”, *Journal of Political Economy*, 98(2), pp. 225-264
- JENSEN, M.C. e RUBACK, R** (1983), "The market for corporate control: the scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 5-50
- JOH, S.** (2003), “Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis” *Journal of Financial Economics*, 68(2), pp. 287-322
- JOHN, K. e SENBET, L.W.** (1998), “Corporate governance and board effectiveness”, *Journal of Banking & Finance*, 22, pp.371-403
- JOHNS, R. e PERROTT, B.** (2008), “The impact of internet banking on business-customer relationship”, *International Journal of Bank Marketing*, 26(7), pp. 465-482
- JOHNSON, P. BOONE, A. BREACH, E. e FRIEDMAN** (2000), “Corporate governance in the Asian financial crisis”, *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp. 141–186
- KANAGARETNAM, K., LLOBO, G. e WHALEN, D.** (2007), Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements?”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4), pp. 497-522
- KANG, K. e SHIVDASANI, A.** (1999), “Alternative mechanisms for corporate governance in Japan: an analysis of independent and bank-affiliated firms”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(1), pp. 1-22
- KANG, K. e STULZ, R.** (2000), “Do banking stocks affect borrowing firm performance? An analysis of Japanese experience”, *The Journal of Business*, 73(1), pp. 1-23

- KANO, M., UCHIDA, H., UDELL, G. e WATANABE, W.** (2006), "Information Verifiability, Bank Organization, Bank Competition and Bank-Borrower Relationships", <http://ssrn.com/abstract=926975>
- KAPLAN, S.** (1994), "Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and United States", *Journal of Political Economy*, 102(3), pp. 510-546
- KAPLAN, S.** (1997), "Corporate governance and corporate performance, a comparison of Germany, Japan and US" *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(4), pp. 86-93
- KAPLAN, S. N. e MINTON, B.** (1994), "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers", *Journal of Financial Economics*, 36(2), pp. 225-258
- KARA, A, SPILLAN, E e DESLHIELDS, W.** (2005), "The effect of a Market Orientation on Business Performance: A Study of Small-sized Service Retailers Using Makor Scale", *Journal of Small Business Management*, 43(2), pp. 105-118
- KENNINGTON, C., HILL, J. e RAKOWSKA, A.** (1996), "Consumer selection criteria for banks in Poland", *International Journal of Bank Marketing*, 14(4), pp. 12-21
- KESNER, LF.** (1988), "Directors characteristics and committee membership: an investigation of type, occupation, tenure and gender", *Academy of Management Journal*, 31 (1), pp. 66-84
- KESSIDES, I.** (1990), "Internal versus external market conditions and firm profitability: an exploratory model", *The Economic Journal*, 100(402), pp. 773-792
- KIM, M., KLIGER, D. e VALE, B.** (2001), "Estimating switching costs e oligopolistic behaviour", *WP 01-13 Financial Institutions Center*, University of Pennsylvania
- KIM, S.** (1991), "The use of equity positions by banks: The Japanese evidence", *Economic Review of the Federal Reserve Bank of San Francisco*, 4, pp. 41-55
- KLEIN, A.** (1998), "Firm performance and board committee structure", *Journal of Law and Economics*, 41(1), pp. 275-304
- KOTHARI, S.P.** (2001), "Capital Markets Research in Accounting", *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), pp 105-231
- KROSZNER, R. S. e STRAHAN P. E.** (2001), "Bankers on Boards: Monitoring, Conflicts of Interest, and Lender Liability", *Journal of Financial Economics* 62(3), pp. 415-452
- KUMAR, J.** (2004), "Does Ownership Structure Influence Firm Value? Evidence from India", <http://ssrn.com/abstract=464521>, pp. 1-45.
- KUZNETSOV, P. e MURAVYEV, A.** (2001), "Ownership Structure and Firm Performance in Russia", *Economics Education and Research Consortium*, Working Paper No 01/10
- LA PORTA R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. e VISHNY, R.** (1997), "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, 52(3), pp.1131-1150
- LA PORTA R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. e VISHNY, R.** (1999a), "The quality of government", *Journal of Law, Economics and Organization*, 15(1), pp. 222-279
- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. e SHLEIFER, A.** (1999b), "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, 54(2), pp. 471-517
- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. e VISHNY, R.** (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106(6), pp. 1113-1155

- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. e VISHNY, R.** (2000), “Agency problems and dividend policies around the world”, *Journal of Finance*, 55 (1), pp. 1-33
- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. e VISHNY, R.** (2002), “Investor protection and corporate valuation”, *Journal of Finance*, 57 (3), pp. 1147-1170
- LADO, A. e WILSON M.** (1994), “Human resource system and sustained competitive advantage: competency-based perspective”, *Academy of Management Review*, 19, pp.699-727
- LANG L. e SUTLZ, R** (1994), "Tobin's q, corporate diversification and firm performance", *Journal of Political Economy*, 102 (6), pp.1248-1280
- LANGLAIS, E.** (1999), “Les effets d’antisélection lorsque le principal et les agents ont des croyances différents – une illustration dans le cas di marché du crédit“, *Revue D’Economie Politique*, 109(4), pp. 513-533
- LEE, S. e RYU, K.** (2003), “Management Ownership and Firm's Value: An Empirical Analysis Using Panel Data", <http://ssrn.com/abstract=444420>
- LEECH, D. e LEAHY, J.** (1991), "Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies", *Economic Journal*, 101(409), pp. 1418-1437.
- LEHMANN, E. e NEUBERGER, D.** (2001),“Do Lending Relationships Matter? Evidence from Bank Survey Data in Germany”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 45(4), pp. 339-359
- LEHMANN, E. e WEIGANG, J.** (2000), “Does de governed corpotation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany”, *European Finance Review*, 4, pp. 157-195.
- LEHMANN, E., NEUBERGER, D. e RATHKE, S.** (2004), “Lending to Small and Medium-Sized Firms: Is There An East-West Gap in Germany”, *Small Business Economics*, 23(1), pp. 23-39
- LI, D., MOSHIRIAN F., PHAM P. e ZEIN J.** (2006), “When financial institutions are large shareholders: The role of macro corporate governance environments”, *Journal of Finance*, 61 (6), pp. 2975-3007
- LI, D., MOSHIRIAN, F., NGUYEN, P. e TAN, L.** (2007), “Corporate governance or globalization: What determines CEO compensation in China?”, *International Business and Finance*, 21, pp. 32-49
- LIMPAPHAYOM, P. e POLWITON, S.** (2004), “Bank Relationship and Firm Performance: Evidence From Thailand Before the Asian Financial Crisis”, *Journal of Business Finance and Accounting*, 31(9-10), pp. 1577-1600
- LIPPMAN, S.A. e RUMELT, R.P.** (1982), “Uncertain imitability: an analysis of Interfirm differences in efficiency under competition”. *Bell Journal of Economics*, 13(2), pp. 418-438
- LISBOA, I.** (2007), “Does ownership influence performance? Evidence from Europe”. *Dissertação de Mestrado - ISCTE*. 2007, pp. 23-38.
- LITTUEN, H.** (2000), “Entrepreneurship and the Characteristics of the Entrepreneurial Personality”, *International Journal of Entrepreneurial Behavior and Research*, 6(6), p. 295-309

- LJUNGQVIST, A., MARSTON, F. e WILHELM, W.**, (2006), “Competing for securities underwriting mandates: banking relationships and analysts recommendations”, *Journal of Finance*, 61(1), pp. 301–340
- LÓPEZ G., RIAÑO D. e ROMERO, M.** (1999), “Restricciones financieras y crecimiento: el caso de la pyme valenciana”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 99, pp. 349-382
- LUCK, S.** (1996), “Success in Hong Kong: Factors self-reported by successful small business owners”, *Journal of Small Business Management*, 34(3), pp. 68-75
- LUMMER, S. e MCCONNEL, J.** (1989), “Further evidence on the Bank lending process and capital market response to bank loan agreements”, *Journal of Financial Economics*, 25(1), pp. 99-122
- LUNDAHL, N., VEGHOLM, F e SILVER, L.** (2009), “Technical and functional determinants of customers satisfaction in the bank-SME relationship”, *Managing Service Quality*, 19(5), pp. 581-594
- MAKINO, S., ISOBE, T. e CHANG, C.M.** (2004), “Does country matter?”, *Strategic Management Journal*, 25(10), pp. 1027-1043
- MALLETT, T. e SEN, A.** (2001), “Does Local Competition Impact Interest Rates Charged on Small Business Loans? Empirical Evidence from Canada”, *Review of Industrial Organization*, 19(4), pp. 437-452
- MARTIN, K. e MCCONNEL, J.** (1991), “Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover”, *The Journal of Finance*, 46(2), pp. 671-687
- MARTYNOVA, M. e RENNEBOOG, L.**, (2008), “Spillover of corporate governance standards in cross-border mergers and acquisitions”, *Journal of Corporate Finance*, 14(3), pp. 200–223
- MATIAS, M.** (2006), “A importância do relacionamento bancário no financiamento das PME portuguesas: Um estudo aplicado à região centro”, *Dissertação de Doutoramento*, Universidade da Beira Interior
- MAURI, A. e MICHAELS, M.** (1998), “Firm and industry effects within strategic management: an empirical examination”, *Strategic Management Journal*, 19(3), pp.211-219
- MAYER, C.** (1990), “Financial system, corporate finance, and economic development” *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, University of Chicago Press
- MCCONNELL, J.J. e SERVAES, H.** (1990), "Additional evidence in equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economic*, 27(2), pp.595-612
- MCGAHAN, A.** (1999), “The performance of US corporations: 1981-1994”, *Journal of industrial economics*, 47(4), pp. 373-398
- MCGAHAN, A. e PORTER, M.** (1997), “How much does industry really?”, *Strategic Management Journal*, 18, pp. 15-30
- MCGAHAN, A. e PORTER, M.** (2002), “What we know about variance in accounting profitability?”, *Management Science*, July, 48(7), pp. 834-851
- MCGUIRE, M., PRATT, J. e ZECKHAUSER, R.** (1991), “Paying to Improve Your Chances. Gambling or Insurance?”, *Journal of Risk and Uncertainty*, 4, pp. 329-338.

- MCLARTY, R.** (2000), "Evaluating Graduate Skills in SMEs: The Value Chain Impact", *The Journal of Management Development*, 19(7), pp. 615-628.
- MCNAMARA, G., AIME, F. e VAALER P.M.** (2005), "Is performance driven by industry- or firm-specific factors? A response to Hawawini, Subramanian, and Vaaler", *Strategic Management Journal*, 26(11), pp. 1075-1081
- MEHRAN, H.** (1995), "Executive compensation structure, ownership, and firm performance", *Journal of Financial Economics*, 38(2), pp.163-184
- MELLE, M.** (1998), "Fundamentos teóricos del gobierno de la empresa. Una aplicación a las empresas españolas (1991-1996)". *Working Paper de La Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la investigación económica y social*. Departamento de Estudios de Empresa.
- MENKHOFF, L. e SUWANAPORN, C.** (2007), "On the Rationale of Bank Lending in Pre-Crisis Thailand", *Applied Economics*, 39(9), pp.1077 -1089
- MENKHOFF, L., NEUBERGER, D. e SUWANAPORN, C.** (2006), "Collateral-based Lending in Emerging Markets: Evidence from Thailand", *Journal of Banking and Finance*, 30(1), pp. 1-21
- MEYER, S. e PRILMEIER, R.** (2006), "The Market vs. Banks – An Event-Study Perspective on the Value Creation of Banks as Blockholders in Germany", European Business School, Mimeo, <http://ssrn.com/abstract=967784>
- MIGUEL, A., PINDADO, J. e TORRE, L.** (2004), "Ownership structure and firm value: new evidence from the Spanish corporate governance system", 25(12), pp. 1199 - 1207.
- MILLER, D.** (1991), "Stale in the saddle: CEO tenure and the match between organization and environment", *Management Science*, 37(1), pp. 34-52
- MILLER, D. e BRETON-MILLER, I.** (2006), "Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities" *Family Business Review*, 19(1), pp. 73-87.
- MILLER, M. e MODIGLIANI, F.** (1961), "Dividend policy, growth and the valuation of shares", *The Journal of Business*, 34, pp. 411-433
- MINGUEZ-VERA, A. e MARTIN-UEGO, J.** (2007), "Does Ownership Structure Affect Value? Evidence from the Spanish Capital Market", *International Review of Financial Analysis*, 16(1), pp.81-98
- MISTRY, J.** (2006), "Differential impacts of information technology on the cost and revenue driver relationships in banking", *Industrial Management & Data System*, 106(3), pp. 327-344.
- MOLS, P., BUKH, D. e BLENKER, P.** (1997), "European corporate customers criteria in the choice of cash management banks", *International Journal of Bank Marketing*, 15(6), pp. 255-263
- MONTGOMERY, C. e WERNERFELT, B.** (1991), "Sources of superior performance: market share versus industry effects in the US brewing industry.", *Management Science*, 37(8), pp. 954- 959
- MORCK, R, SHLEIFER, A. e VISHNY, W.** (1988), "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), pp. 292-315
- MORCK, R. e NAKAMURA, M.** (1999), "Banks and Corporate Control in Japan", *Journal of Finance*, 54(1), pp.319-339.

- MORCK, R., NAKAMURA, M. e SHIVDASANI, A.** (2000), “Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan”, *Journal of Business*, 73(4), pp. 539-567
- MUDAMBI, R. e NICOSIA, C.** (1998), “Ownership structure and firm performance: evidence from U.K. financial services industry”, *Applied Financial Economics*, 8, pp. 175-180.
- MURALI, R. e WELCH, J.** (1989), “Agents, owners, control and performance”, *Journal of business finance & accounting*, 16(3), pp. 385-398.
- MURPHY, K.** (1997), “Executive compensation and the modern industrial revolution” *International Journal of Industrial Organization*, 15(4), pp. 417-425
- MYERS, S. e MAJLUF, N.** (1984), “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics*. 13(2), pp. 187-221
- MYERS, S.**, (1977) “Determinants of corporate borrowing”, *Journal of Financial Economics*, 5(2), pp. 147–175
- NELSON, J.** (2005), “Corporate governance practices, CEO characteristics and firm performance”, *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), pp. 197-228
- NEUBERGER, D, SOLVIG, R. e SCHACHT, C.** (2007), “The number of bank relationship of SME: A disaggregated analysis of change in the Swiss loan market”, *Economics Notes*, 35(3), pp. 319-353
- NEVES, J.C.** (2001), “Análise Financeira”, Texto Editores
- NINI, G., SUFI, A. e SMITH, D.**, (2011), “Credit control rights, corporate governance, and firm value” Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=1344302>
- NORBURN, D.** (1986), “GOGOs, YOYOs, and DODOs: Company directors and industry performance”, *Strategic Management Journal*, 7(2), pp. 86-117
- O’ SULLIVAN, M.** (2002), “Variety and change in the role of employees in corporate governance”, *Corporate Labour Law & Policy Journal*, 22, pp. 179-194
- OH, H, CHUNG, M e LABIANCA, G.** (2004), “Group social capital and group effectiveness: The role of informal socializing Ties”, *Academy of Management Journal*, 47(6), pp. 860–875
- OMRAN, M., BOLBOL, A. e FATHELDIN, A.** (2008), “Corporate governance and firm performance in Arab equity markets: Does ownership concentration matter?”, *International Review of Law and Economics*, 28(1), pp. 32-45
- ONGENA, S. e SMITH, C.** (2000), “What determines the number of bank relationships? Cross-country evidence”, *Journal of Financial Intermediation*, 9, pp. 26-56
- ONGENA, S. e SMITH, D** (2001), “The duration of bank relationships”, *Journal of Financial Economics*, 61(3), pp. 449-475
- ORTÍN ÁNGEL, P., SALAS e FUMÁS, V.** (1997), “The compensation of Spanish executives. A test of a managerial talent allocation model”, *International Journal of Industrial Organization*, 15(4), pp. 511-532
- ORTIZ-MOLINA, H. e PENAS, M. F.** (2007), “Lending to small businesses: The role of loan maturity in addressing information problems”, *Small Business Economics*, 30(4), pp. 361–383

- PARIGI, B. e PELIZZON, L.** (2004), “Does Local Market Correlation Matter for Ownership Structure and Control Rights?” <http://ssrn.com/abstract=621501>
- PARK, S.** (2000), “Effects of the affiliation of banking and commerce on the firm’s investment and the bank’s risk”, *Journal of Banking and Finance*, 24(10), pp. 1629-1650
- PAWLINA, G. e RENNEBOOG, L.** (2005), “Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK”, *European Financial Management*, 11(4), pp. 483–513
- PEARCE, J.A.** (1983), “The relationship of internal versus external orientations to financial measures of strategic performance”, *Strategic Management Journal*, 4(4), pp. 297-306
- PEARCE, J.A. e ZAHRA, S.A.** (1992), "Board compensation from a strategic contingency perspective", *Journal of Management Studies*, 29(4), pp. 411-438
- PEDERSEN, T. e THOMSEN, S.** (1997), “European patterns of corporate ownership”, *Journal of International Business Studies*, 28 (4), pp. 759-778
- PEDERSEN, T. e THOMSEN, S.** (2001), “The Causal Relationship between Insider Ownership, Owner Identity and Market Valuation among the Largest European Companies" *Working Paper*, 15
- PÉREZ-CARBALLO, J.F.** (1998), “Compitiendo por Crear Valor”, Ed. ESIC, Madrid.
- PESTANA, M. e GAGEIRO, J.** (2008), Análise de dados para ciências sociais: a complementaridade do SPSS”, Silabo
- PETERSEN, M. e RAJAN, R.** (1994), “The benefits of lending relationship: Evidence from small business data”, *The Journal of Finance*, 49(1), pp. 3-37
- PETERSEN, M. e RAJAN, R.** (1995), “The effect of credit market competition on lending relationships”, *Quarterly Journal of Economics*, 110(2), pp. 407-443
- PETTIGREW, A. M.** (1992), “The character and significance of strategy process research”, *Strategic Management Journal*, 13, pp. 5-16
- PEZZETTI, R.** (2004), “Bank-firm customer relations in the new competitive environment: prospects for relationship banking”, *Quaderno di ricerca, N° 7*, Faculty of Economics, University of Pavia
- PIL, F. e HOLWEG, M.** (2003), “The Advantages of Thinking Small”, *Mit Sloan Management Review*, pp. 33-39.
- PINDYCK, R. e RUBINFELD, D.** (1991), “Econometric models & economic forecasts”, McGRAW-HILL International editions, third edition
- PIVOVARSKY, A.** (2003), “Ownership Concentration and Performance in Ukraine’s Privatized Enterprises”, *IMF Staff Papers*, 50(1), pp.10-42
- PLIHON, D. e ZARLOWSKY, P.** (2002), “Quel scénario pour le gouvernement d’entreprise: une hypothèse de double convergence ”, *Revue d’Economie Financière*, 63, pp.35-51
- PORTER, M.** (1981), “The contribution of industrial organization to strategic management”, *Academy of Management Review*”, 6(4), pp.609-620

- PORTER, M.** (1991), "Towards a Dynamic Theory of Strategy", *Strategic Management Journal*, 12, pp. 95-117
- PORTER, M. e MILLAR, E.** (1985), "How information gives you competitive advantage", *Harvard Business Review*, 63(4), pp.149-160
- POWELL, T.C.** (1996). "How much does industry matter? An alternative empirical test" *Strategic Management Journal*, 17(4), pp. 323-334
- PROWSE, S.** (1990), "Institutional investment patterns and corporate financial behaviour in the United States and Japan", *Journal of Financial Economics*, 27(1), pp. 43-66
- PROWSE, S.** (1995), "Corporate governance in an international perspective. A survey of corporate control mechanisms among large firms in the US, UK, Japan and Germany", *Financial market, institutions and instruments*, 4(1), pp. 1-63
- PSILLAKI, M.** (1995), "Rationnement du crédit et PME: une tentative de mise en relation", *Revue Internationale PME*, 8(3-4), pp. 67-90
- PURI, M. e ROCHOLL, J.** (2008), "On the importance of retail banking relationships", *Journal of Financial Economics*, 89, pp. 253-267
- PURI, M.**, (1996), "Commercial banks in investment banking. Conflict of interests or certification role?", *Journal of Financial Economics*, 40(3), pp. 373-401
- PUSHNER, G.** (1995), "Equity ownership structure, leverage and productivity: Empirical evidence from Japan", *Pacific-Basin Finance Journal*, 3(2-3), pp. 241-256
- QIAN, J. e STRAHAN, P.** (2007), "How Law and Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans", *Journal of Finance*, 62(6), pp. 2803-2834
- RAJAN, G.** (1992), "Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's length debt", *The Journal of Finance*, 48(4), pp. 1367-1400
- RAMAKRISHNAM, R e THAKOR, A.** (1984), "Information reliability and theory of financial intermediation", *Review of Economic Studies*, 52, pp. 415-432
- RECHNER, P. e DALTON, D.R.** (1989), "The impact of CEO as board chairperson on corporate performance: evidence vs. rhetoric", *Academy of Management Executive*, 3(2), pp.141-14
- RECHNER, P. e DALTON, D.R.** (1991), "CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis", *Strategic Management Journal*, 12 (2), pp. 155-160
- RECHNER, P., SUNDARAMURTHY, CH. e DALTON D.R.** (1993), "Corporate governance predictors of adoption of anti-takeover amendments: an empirical analysis", *Journal of Business Ethics*, 12(5), pp. 371-378
- RENNEBOOG, L.** (2000), "Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels stock exchange", *Journal of Banking & Finance*, 24(12), pp. 1959-95
- RENUKA, D. e VENKATESHWARA, A.** (2006), "A Comparative Study of Human Resource Management Practices and Advanced Technology Adoption of SMEs with and without ISO Certification", *Singapore Management Review*, 28(1), pp. 41-60.
- REPETTO, A., RODRIGUEZ, S. e VALDES, R.** (2002), "Bank Lending and Relationship Banking: Evidence from Chilean Firms", Universidad de Chile, *Working Paper*



- RIAHI-BELKAOU, A.** (1998), "The effects of the degree of internationalization on firm performance" *International Business Review*, 7(3), pp. 315-321
- ROE, M.** (1990), "Political and legal restraints on ownership and control of public companies", *Journal of Financial Economics*, 27(1), pp. 7-41
- ROGOFF, G., LEE, M. e SUH, D.** (2004), "Who Done It? Attributions by Entrepreneurs and Experts of the Factors That Cause and Impede Small Business Success", *Journal of Small Business Management*, 42(4), pp. 374-376.
- ROODMAN, D.** (2006), "How to do Xtabond2: An Introduction to Difference and System GMM in Stata", *Center for Global Development Working Paper No. 103*
- ROSENSTEIN, S. e WYATT, J.G.** (1990), "Outside directors, board independence and shareholder wealth", *Journal of Financial Economic*, 26(2), pp. 175-191
- ROSS, S.** (1997), "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach", *The Bell Journal of Economics*, 8(1), pp. 23-40
- RUMELT, R.P.** (1991), "How much does Industry Matter?", *Strategic Management Journal*, 12(3), pp. 167-185
- SALAS, V.** (1993), "Factores de competitividad empresarial. Consideraciones generales". *Papeles de Economía Española*, 56, pp. 379-396
- SALAS, V.** (2002), "El gobierno de la empresa". *Colección de Estudios Económicos*, 29
- SCHARFSTEIN, D.** (1988), "The disciplinary role of takeovers", *Review of Economic Studies*, 55 (2), pp.185-199
- SCHENDEL, D.** (1997), "Editor's introduction to the 1997 summer special: the interactions of organization and competitive influences on strategy and performance", *Strategic Management Journal*, 18(1), pp. 1-3
- SCHERER, F. M. e ROSS, D.** (1990), "Industrial Market Structure and Economic Performance". Houghton Mifflin Company, Boston
- SCHMALENSE,** (1985), "Do Markets differ much?", *American Economic Review*, 75, pp. 341-351
- SCHMIDT, K.M.** (1997), "Managerial incentives and product market competition", *Review of Economic Studies*, 64(2), pp. 191-213
- SCHULZE, W., LUBATKIN, M. e DINO, R.** (2002), "Altruism, agency, and competitiveness of family firms", *Managerial and decision economics*, 23(4-5), pp. 247-259
- SCHULZE, W., LUBATKIN, M., DINO, R. e BUCHHOLTZ, A.** (2001), "Agency relationship in family firms: theory and evidence", *Organization Science*, 12 (2), pp. 99-116
- SETH, A. e THOMAS, H.** (1994), "Theories of the firm: implications for strategy research" *Journal of Management Studies*, 31(2), pp. 165-191
- SEYHUN, H. N. e BRADLEY M.** (1997), "Corporate bankruptcy and insider trading", *Journal of Business*, 70(2), pp. 189-216
- SHARMA, P., HOYB, F., ASTRACHANC, J. e KOIRANEN, M.** (2007), "The practice-driven evolution of family business educacion", *Journal of Business Research*, 60(10), pp. 1012-1021

- SHARPE, S.** (1964), "Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk", *Journal of Finance*, 19(3), pp 425-442
- SHARPE, S.** (1990), "Asymmetric information, bank lending and implicit contracts: a stylized model of customer relationship", *The Journal of Finance*, 45(4), pp. 1069-1087
- SHIVDASANI, A.** (1993), "Board composition ownership structure and hostile takeovers", *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), pp. 167-198
- SHIVDASANI, A. e YERMACK, D.** (1999), "CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis", *The Journal of Finance*, 54(5), pp. 1829-1853
- SHLEIFER, A. e VISHNY, R.** (1986), "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, 94 (3), pp. 458-461
- SHLEIFER, A. e VISHNY, R.** (1997), "A survey of corporate governance", *The Journal of Finance*, 52(2), pp. 737-783
- SHORT, H.** (1994), "Ownership, control, financial structure and the performance of the firm", *Journal of Economic Surveys*, 8(3), pp. 203-249
- SHORT, H. e KEASEY, K.**, (1999), "Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the U.K.", *Journal of Corporate Finance*, 5(1), pp. 79-101
- SHORT, J.C., KETCHEIN, D.J., PALMERT, T.B. e HULT G.T.M.** (2007), "Firm, strategic group, and industry influences on performance", *Strategic Management Journal*, 28(2), pp, 147-167
- SISLI CIAMARRA, E.** (2006), "Monitoring by Affiliated Bankers on Board of Directors: Evidence from Corporate Financing Outcomes", <http://ssrn.com/abstract=973973>
- SLOAN, R.** (1993), "Accounting earning and top executive compensation", *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), pp.55-100
- SMITH, A.** (1776), "An inquiry into the nature and cause of the wealth of nations", *The Glasgow Edition of the Works and Correspondence of Adam Smith*, Oxford: Oxford Univ. Press
- SMITH, C.W. e WARNER, J.B.** (1979), "On financial contracting: an analysis of bond covenants", *Journal of Financial Economics*, 7(2), pp. 117-161
- SMITH, K., OLIAN, J., SIMS, H., O'BANNON, D. e SCULLY, J.** (1994), "Top management team demography and process: the role of social integration and communication", *Administrative Science Quarterly*, 39, pp. 412-438
- SMITH, W.** (1986), "Investment banking and the capital acquisition process", *Journal of Financial Economics*, 15, pp. 3-29
- SNOW, C.C. e HREBINIAK, L.G.** (1980), "Strategy, distinctive competence, and organizational performance", *Administrative Science Quarterly*, 25(2), pp. 317-336
- SOENEN, A.** (1989), "Practices of treasury management in a small open trading economy: the Belgian case", *Journal of Management Studies*, 26(7), pp. 59-74
- STEER, P. e CABLE, J.** (1978), "Internal Organization and Profit: An Empirical Analysis of Large U.K. Companies", *The Journal of Industrial Economics*, 27(1), pp. 13-30

- STEIER, L.** (2003), "Variants of agency contracts in family-financed ventures as a continuum of familial altruistic and market rationalities", *Journal of Business Venturing*, 15 (5), pp. 597-618
- STEIN, J. C.** (2002), "Information production and capital allocation: Decentralized versus hierarchical firms", *Journal of Finance*, 57(5), pp. 1891-1921
- STEWART, JR., WAYNE, H. e PHILIP, L.** (2001), "Risk propensity differences between entrepreneurs and managers: A meta-analytic review", *Journal of Applied Psychology*, 86(1), pp. 145-153
- STIGLITZ, J. e WEISS, A.** (1981), "Credit Rationing in Markets with imperfect information", *The American Economic Review*", 71(3), pp. 393-410
- STRAHAN, P. E. e WESTON, J. P.** (1998), "Small business lending and the changing structure of the banking industry", *Journal of Banking and Finance*, 22(6-8), pp. 821-845
- STREB, M., BOLZICO, J., DRUCK, P., HENKE, A., RUTMAN, J. e ESCUDERO, W.** (2002), "Bank Relationships: Effect on the availability and marginal cost of credit for firms in Argentina" UCEMA, *Working Paper*
- STULZ, R.** (1988), "Managerial control of voting rights: Financial policies and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 25-54
- TENA, A., LLUSAR, J. e PUIG, V.** (2001), "Measuring the relationship between total quality management and sustainable competitive advantage: A resource-based view", *Total Quality Management*, 12(7-8), pp. 932-938
- THAKOR, A. V.** (1996), "Capital requirements, monetary policy, and aggregate bank lending: Theory and empirical evidence", *Journal of Finance*, 51(1), pp. 279-324
- THOMSEN, S.** (2005), "Conflicts of Interest or Aligned Incentives? Block-holder Ownership, Dividends and Firm Value in the US and the EU", *European Business Organization Law Review*, 6, pp.201-225
- TIROLE, J.** (2001), "Corporate governance", *Econometrica*, 69 (1), pp. 1-35
- TIROLE, J.** (2006), "The Theory of Corporate Finance", *Princeton University Press*, pp. 15-20.
- TSE, T. e SOUFANI, K.** (2003), "Business strategies for small firms in the new economy" *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 10 (3), pp. 306-320
- UCHIDA, K.** (2006), "Determinants of Stock Option Use by Japanese Companies", *Review of Financial Economics*, 15(3), pp. 251-269
- UZZI, B.**, (1999), "Embeddedness in the Making of Financial Capital: How Social Relations and Networks Benefit Firms Seeking Financing," *American Sociological Review*, 64(4), pp. 481-505
- VAN EES, H. e GARRETSEN, H.** (1994), "Liquidity and Business Investment: Evidence from Dutch Panel Data", *Journal of Macroeconomics*, 16(4), pp. 613-627
- VAN OVERFELT, ANNAERT, J., CEUSTER, D. e DELOOF, M.** (2006), "Do Universal Banks Create Value? Universal Bank Affiliation and Company Performance in Belgium 1905-1909", pp. 1-43, *University of Antwerp*, <http://ssrn.com/abstract=949709>
- VANCE, S.C.** (1978), "Assessing corporate performance by boardroom attributes", *Journal of Business Research*, 6(3), pp. 203-220

- VERRECCHIA, R.** (2001), "Essays on disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), pp. 97-180
- VIGNERON, G.C.** (2001), "Bank-agent mergers: Never a no-brainer", *National Underwriter / Property & Casualty Risk & Benefits Management*, 105 (42), pp. 11
- VIJAY M. e SUBHASH S.** (2007), "Corporate board size, composition and corporate failures in retailing industry", *Journal of Management Studies*, 22(4), pp. 400-417)
- VILASECA, A** (2002), "The shareholder role in the family business: Conflict of interests and objectives between nonemployee shareholders and top management team", *Family Business Review*, 15(4), pp. 299-321
- VILLALONGA, B. e AMIT, R.** (2006), "How do family ownership, control and management affect firm value?", *Journal of Financial Economics*, 80(2), pp. 385-417.
- VON RHEINBABEN, J. e RUCKES, M.** (2004), "The number and the closeness of bank relationships", *Journal of Banking & Finance*, 28(7), pp. 1597-1615
- VON THADDEN, E. L.** (1995), "Long-term contracts, short-term investment and monitoring", *Review of Economic Studies*, 62, pp. 557-575
- WANG, D.** (2006), "Founding family ownership and earnings quality" *Journal of Accounting Research*, 44(3), pp. 619-656.
- WARNER, J., WATTS, R. e WRUCK, K.** (1998), "Stock prices and top management changes", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 461-492
- WARREN, M. e HUTCHINSON, W.** (2000), "Cyber Attacks Against Supply Chain Management Systems: A Short Note", *International Journal of Physical Distribution and Logistics Management*, 30(7-8), pp. 710-716
- WEINSTEIN, D. E. e YAFEH, Y.** (1998), "On the costs of a bank-centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan", *Journal of Finance*, 53(2), pp. 635-672
- WEISBACH, M. S.** (1988), "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 431-460
- WEISS, Y. e NIKITIN, G.** (2001), "Effects of Ownership Composition on Performance: Evidence from Czech Republic", *Boston University - Department of Economics - The Institute for Economic Development, Working Papers*
- WELCH, E.** (2003) "The Relationship between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies", *Australian Journal of Management*, 28(3) pp.287-306
- WERNERFELT, B.** (1984), "A resource-based view of the firm". *Strategic Management Journal*, 5(2), pp. 171-180
- WERNERFELT, B. e MONTGOMERY, C.** (1988), "Tobin's q and the importance of focus in firm performance", *American Economic Review*, 78(1), pp. 246-250
- WESTHEAD, P. e HOWORTH, C.** (2006), "Ownership and Management Issues Associated With Family Firm Performance and Company Objectives", *Family Business Review*, 19(4), pp. 301-316.
- WESTPHAL, J.D.** (1999), "Collaboration in the boardroom: behavioural and performance consequences of CEO-board social ties", *Academy of Management Journal*, 42 (1), pp. 7-24

- WIBLIN, M. e WOOD, L.A.** (1999), “Are all agency resolution mechanisms performance enhancing?” *6th Multinational Finance Society Congress*, Toronto.
- WIERSEMA, M.F. e BANTEL, K.A.** (1992), “Top management team demography and corporate strategic change”, *Academy of Management Journal*, 35(1), pp. 91-121
- WILLIAMSON, O.** (1985), “*The Economic Institutions of Capitalism*”, Free Press, New York
- WIWATTANAKANTANG, Y.** (2001), “The ownership structure of Thai firms” Center for Economic Institutions”, *Institute of Economic Research*, W. P. 8, Hitotsub. University
- WOOLDRIDGE, J.** (2009), “Introductory Econometrics: A Modern Approach” 4 Edition
- YASUDA, A.,** (2005), “Do bank relationship affect the firm’s underwriter choice in the corporate – bond underwriting market?” *Journal of Finance*, 60(3), pp. 1259-1292
- YASUDA, A.,** (2007), “Bank relationship and underwriter competition. Evidence from Japan”, *Journal of Financial Economics*, 86(2), pp. 369-404.
- YERMACK, D.** (1996), “Higher market valuation of companies with a small board of directors” *Journal of Financial Economics*, 40(2), pp. 185-221
- YOSHA, O.** (1995), “Information disclosure costs and the choice of financing source”, *Journal of Financial Intermediation*, 4(1), pp. 3-20
- YUSUF, A.** (1995), “Critical success factors for small business: perceptions of South Pacific entrepreneurs”, *Journal of Small Business Management*, 33, pp. 68-73
- ZAHRA, S.A.** (1996), "Governance, ownership, and corporate entrepreneurship: the moderating impact of industry technological opportunities", *Academy of Management Journal*, 39 (6), pp. 1713-1735
- ZAHRA, S.A. e PEARCE, J.A.** (1989), "Board of directors and corporate financial performance: a review and integrate model ", *Journal of Management*, 15(2), pp. 291-334
- ZIANE, Y.** (2003), “Number of Banks and Credit Relationships. Empirical Results from French Small Business Data”, *European Review of Economics and Finance*, 2(3), pp. 33-48
- ZINGALES, L.** (1998), “Corporate Governance”, NBER, University of Chicago, *Working Paper*, 6309
- ZOIDO, E.** (1998), “Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas”, *Investigaciones Económicas*, 22(3), pp. 427-467