O IMPACTO DOS TIPOS DE SISTEMA FINANCEIRO, DE SISTEMA LEGAL, DE SISTEMA DE GOVERNO EMPRESARIAL E DE OUTROS FATORES INSTITUCIONAIS DO PAÍS DO MUTUÁRIO NA TAXA DE JURO DE EMPRÉSTIMOS SINDICADOS

Nuno Filipe Lopes Moutinho

Tese de Doutoramento em Gestão

Especialização em Finanças

Orientador:

Professor Doutor Carlos Francisco Ferreira Alves

Co-Orientador:

Professor Doutor Francisco Vitorino Silva Martins

2018

Nota Biográfica

Nuno Filipe Lopes Moutinho licenciou-se em Gestão e Administração de Empresas pela Universidade Católica Portuguesa no Centro Regional do Porto, com classificação de 14 valores. No ano letivo 2002/2003 terminou a parte escolar do Mestrado em Ciências Empresariais na Faculdade de Economia do Porto, na área de especialização de Finanças Empresariais. Em fevereiro de 2007 obteve o grau de mestre em Ciências Empresariais pela Faculdade de Economia da Universidade do Porto com a classificação final de Bom com distinção.

De 2000 a 2001 desempenhou funções na área de empresas num banco comercial. De seguida realizou um estágio no Banco de Portugal. Desde setembro de 2002 é assistente convidado no Departamento de Economia e Gestão da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Bragança.

Uma parte do trabalho desenvolvido foi aceite e/ou apresentado nas seguintes conferências: 23rd Annual Conference of the Multinational Finance Society (Estocolmo, Suécia); 3rd Young Finance Scholars Conference (2016) "Corporate Debt: Markets and Instruments" (Brighton, UK); 11th Annual Meeting of the Portuguese Economic Journal (Vila Real, Portugal); IFABS 2018 Porto Conference "Ten years after the 2008 financial crisis – where are we heading now?" (Porto, Portugal).

Agradecimentos

Gostaria de dirigir algumas palavras de agradecimento a todos aqueles que, de alguma forma, contribuíram para a realização deste trabalho.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer aos meus orientadores, Professor Carlos Alves e Professor Vitorino Martins, pelos seus comentários e sugestões, partilha de conhecimentos de valor inestimável, encorajamento, disponibilidade e motivação.

Gostaria de agradecer todas as contribuições úteis recebidas nas conferências em que apresentei parte da minha tese.

Também agradeço à Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Bragança por todo o apoio prestado e facilidades concedidas, bem como à Faculdade de Economia do Porto por ter disponibilizado a base de dados Dealscan. Uma palavra de apreço para a Paula Carvalho pela sua preciosa ajuda relativamente à pesquisa das bases de dados. O meu reconhecimento à Alcina Nunes, Jorge Alves, Nuno Ribeiro, Paula Monte e Paula Odete pela amizade, atenção e incentivos. Agradeço ainda o apoio e entusiasmo de todos os meus amigos e colegas.

Um especial agradecimento ao meu pai, à minha mãe, à minha irmã e à D. Helena pelo apoio e compreensão demonstrada face ao tempo e atenção que desviei deles para este trabalho.

Por último, mas não menos importante, uma palavra de carinho muito especial, e sincera gratidão, para a Helena e para os meus dois filhotes, o Diogo e o Lourenço, pelo estímulo, compreensão e amor incondicional que sempre me transmitiram, mesmo nas horas mais difíceis e pelas privações que tiveram que passar, fazendo com que este trabalho fosse possível. Obrigado por todo o amor, carinho e apoio que me proporcionaram durante este período exigente da minha vida. Sem vocês, não teria feito qualquer sentido.

A todos, o meu muito obrigado!

Lista de Abreviaturas

2SLS – Método de mínimos quadrados em duas etapas

EUA – Estados Unidos da América

EURIBOR – Euro Interbank Offered Rate

LIBOR – London Inter-bank Offered Rate

OLS – Ordinary Least Squares

PIB – Produto Interno Bruto

S&P – Standard & Poor's

USA – United States of America

WVS – World Value Survey

Resumo

Esta dissertação estuda o impacto das características institucionais dos países dos mutuários no *spread* de taxa de juro de empréstimos sindicados e utiliza uma amostra de 85.220 tranches de empréstimos, correspondentes a 50.658 empréstimos de 25.511 mutuários não financeiros originários de 122 países, para o período 2000-2012. No segundo capítulo são estudados os efeitos do tipo de sistema financeiro, do nível de desenvolvimento financeiro e do tipo de sistema de *governance* no *spread* dos financiamentos obtidos. Os resultados obtidos permitem concluir que os mutuários de países com sistema financeiro baseado nos bancos, com sistema financeiro mais desenvolvido e com um sistema de governo do tipo continental suportam *spreads* mais baixos. O terceiro capítulo tem por objetivo avaliar o impacto não só do tipo de sistema financeiro e do nível de desenvolvimento financeiro, mas também da origem do sistema legal do país do mutuário. A evidência empírica obtida sugere que os mutuários de países de Lei Civil obtêm financiamentos com *spreads* mais baixos do que os mutuários de países de Lei Comum, que os mutuários dos antigos países socialistas são os que obtêm financiamentos com taxa de juro mais elevada e que os mutuários de origem Lei Civil Germânica são os que suportam *spreads* mais baixos. O quarto capítulo procura aferir a importância da proteção legal efetiva do país do mutuário no *spread*, mas também analisar como o ambiente legal pode interagir com algumas características institucionais do país do mutuário para influenciar o custo do empréstimo. Aí é evidenciado que os mutuários de países com maior nível de proteção dos credores, melhor *enforcement* legal e maior proteção dos acionistas minoritários suportam *spreads* mais baixos nos financiamentos sindicados. A análise efetuada permite ainda destacar outras características institucionais do país do mutuário que afetam o *spread*, como sejam o ambiente de negócios, fatores culturais, de *governance* e do ambiente político do país do mutuário.

Abstract

This dissertation studies the impact of the institutional characteristics of borrowers' countries on the interest rate *spread* of syndicated loans and uses a sample of 85.220 loan tranches, relative to 50.658 loans by 25.511 non-financial borrowers from 122 countries, over the period between 2000 and 2012. Chapter two analyses the effects of the type of financial system, the level of financial development and the type of governance system on the financing *spread*. The results indicate that borrowers from countries with bank-based financial systems, more developed financial systems and continental *governance* systems achieve lower spreads. The third chapter intends to evaluate the impact not only of the type of financial system and level of financial development, but also of the origin of the legal system of the borrower's country. The resulting empirical evidence suggests that borrowers from Civil Law countries achieve lower *spreads* than those from Common Law countries, borrowers from former socialist countries pay the highest interest rates and borrowers from German Civil Law countries pay the lowest *spreads*. Chapter four seeks to verify the importance of the effective legal protection of the borrowers' country, as well as to analyse how the legal environment can interact with some of the institutional characteristics of the borrowers' country to influence the cost of the loan. The results also indicate that borrowers from countries with higher levels of lender protection, better *law enforcement* and higher protection of minority shareholders pay lower *spreads* on syndicated loans. The analysis also highlights other institutional characteristics of borrowers' countries that affect the *spread*, such as the business environment, cultural factors, governance and political environment.

Índice

Nota Biográfica i

Agradecimentos ii

Lista de Abreviaturas iii

Resumo iv

Abstract v

Lista de Tabelas viii

Lista de Anexos ix

1. Introdução 1

1.1. Motivação e Propósito do Estudo 1

1.2. Os Tipos de Sistema Financeiro, de Sistema de Governo Empresarial e de Sistema Legal 5

1.3. Proteção Legal Efetiva e Outros Aspetos Institucionais 10

1.4. Objetivos e Estrutura da Dissertação 11

2. O Impacto do Tipo de Sistema Financeiro e do Tipo de Sistema de Governance nos Custos de Financiamento 16

2.1. Tipos de Sistema Financeiro e Nível de Desenvolvimento Financeiro 16

2.2. Tipos de Sistema de Governo Societário 23

2.3. Análise Preliminar dos Dados 32

2.3.1. Bases de Dados 32

2.3.2. Síntese das Condições dos Empréstimos por País 33

2.3.3. Grupos de Países e Síntese das Condições por Grupos de Países 36

2.3.4. Análise Preliminar do Efeito *Rating* 43

2.4. Análise de Regressão Multivariada 46

2.4.1. Tipo de Sistema Financeiro 55

2.4.2. Tipo de Governo Societário 65

2.4.3. A Inclusão de Cláusulas de Proteção dos Empréstimos 71

2.4.4. Características Financeiras do Mutuário 79

2.5. Síntese Conclusiva 85

3. O Impacto do Sistema Financeiro e da Origem do Sistema Legal nos Custos de Financiamento 88

3.1. Introdução 88

3.2. Tipos de Sistema Legal e o Financiamento das Empresas 93

3.3. Bases de Dados e Variáveis 100
3.3.1. Bases de Dados 100
3.3.2. Grupos de Países e Síntese das Condições dos Empréstimos 101
3.4. Análise Multivariada 107
3.4.1. Tipo de Sistema Financeiro e Tipo de Sistema Legal 111
3.4.2. Modelo com Controlo pelos Três Sistemas 119
3.4.3. A Inclusão de Cláusulas de Proteção dos Empréstimos 121
3.4.4. Características Financeiras do Mutuário 128
3.5. Síntese Conclusiva 134
4. O Impacto da Proteção Legal e do Ambiente Institucional nos Custos de Financiamento 136
4.1. Introdução 136
4.2. Dados e Variáveis 139
4.2.1. Construção da Amostra 139
4.2.2. A Proteção Legal dos Investidores e Credores 139
4.2.3. Custo do Financiamento 142
4.2.4. A Proteção por Origem Legal 142
4.2.5. Variáveis do Modelo Base 144
4.3. O Efeito da Proteção Legal do País no Custo do Financiamento 147
4.4. A Importância da Proteção dos Investidores e o Desenvolvimento Financeiro 151
4.5. Outros Fatores Institucionais, Políticos e Culturais que Influenciam os Custos dos Empréstimos 154
4.5.1. Ambiente de Negócio 154
4.5.2. Aspetos Culturais 168
4.5.3. *Governance* e Política 179
4.5.4. Contributo Relativo dos Diferentes Fatores 188
4.6. Síntese Conclusiva 191
5. Conclusões 194
5.1. A Importância de Fatores Institucionais do País do Mutuário 194
5.2. Conclusões 196
5.3. Limitações e Investigação Futura 201
Apêndice: Descrição das Variáveis Utilizadas 203
Referências Bibliográficas: 216
Anexos 244

Índice de Tabelas

Tabela 2.1: Condições do Empréstimo por País 35
Tabela 2.2: Condições dos Empréstimos por Grupo de Países 42
Tabela 2.3: Condições dos Empréstimos por Nível de Risco e Classificação dos Países 45
Tabela 2.4: Descrição das Variáveis do Modelo Base 52
Tabela 2.5: A Importância do Tipo de Sistema Financeiro no Custo do Financiamento 57
Tabela 2.6: A Importância do Nível de Desenvolvimento do Sistema Financeiro no Custo do Financiamento 63
Tabela 2.7: A Importância do Sistema de Governance no Custo do Financiamento 68
Tabela 2.8: A Proteção dos Empréstimos nos Países do Mutuário 77
Tabela 2.9: A Relevância das Características Financeiras dos Mutuários para os Tipos de Sistemas 82
Tabela 3.1: Condições dos Empréstimos por Grupo de Países 105
Tabela 3.2: Descrição das Variáveis do Modelo Base 108
Tabela 3.3: A Importância do Sistema Legal no Custo do Financiamento 113
Tabela 3.4: A Importância dos Sistema Legal e Financeiro no Custo do Financiamento 116
Tabela 3.5: A Proteção dos Empréstimos nos Países do Mutuário 124
Tabela 3.6: A Relevância das Características Financeiras dos Mutuários para os Tipos de Sistemas 131
Tabela 4.1: Estatísticas Descritivas e Teste às Médias 143
Tabela 4.2: Descrição das Variáveis do Modelo Base 144
Tabela 4.3: A Importância da Proteção Legal do Investidores e Credores 148
Tabela 4.4: A Importância do Nível de Desenvolvimento Financeiro 152
Tabela 4.5: O Efeito do Ambiente de Negócios do País do Mutuário no Custo do Financiamento 159
Tabela 4.6: O Efeito dos Aspetos Culturais do País do Mutuário no Custo do Financiamento 175
Tabela 4.7: O Efeito da *Governance* e da Política do País do Mutuário no Custo do Financiamento 182
Tabela 4.8: O Poder Explicativo dos Fatores Institucionais dos Países do Mutuário 189

Índice de Anexos

Anexo I: Classificação dos Países por Tipo de Sistema 245
Anexo II: Condições dos Empréstimos por Grupos de Países, por Quartis 247
Anexo III: Estatística Descritiva e Teste às Médias por Tipo de Sistema..... 248
Anexo IV: Matriz de Correlações..... 251
Anexo V: Wald Test para o Ano e para as Diferenças de Rating..... 252
Anexo VI: Desenvolvimento Financeiro, por Tipo de Sistema Financeiro..... 253
Anexo VII: Spreads por País..... 254
Anexo VIII: A Proteção dos Empréstimos..... 255
Anexo IX: Condições dos Empréstimos por Nível de Risco e Classificação dos Países 257
Anexo X: O Efeito dos Mutuários Anglo-Saxónicos Norte-Americanos no Spread..... 258
Anexo XI: Análise dos Países Agregados 259
Anexo XII: Tabelas Completas 261
Anexo XIII: Estatística Descritiva e Teste às Médias por Tipo de Proteção Legal 264
Anexo XIV: Matriz de Correlações para Fatores Institucionais..... 267
Anexo XV: Outros Efeitos do Ambiente de Negócios no Custo do Financiamento 268
Anexo XVI: Outros Efeitos dos Aspetos Culturais no Custo do Financiamento 269
Anexo XVII: Outros Efeitos da *Governance* e da Política no Custo do Financiamento..... 270

1. Introdução

1.1. Motivação e Propósito do Estudo

As empresas necessitam de capitais próprios e, em regra, também de capitais alheios para a realização de investimentos e para a prossecução quotidiana de atividades produtivas. O financiamento por capital próprio concretiza-se através da retenção de resultados (autofinanciamento) e da realização de aumentos de capital. O financiamento das empresas por capital alheio, por sua vez, pode ser realizado não só através dos tradicionais empréstimos bancários, mas também via financiamento institucional não bancário (*vg*, sociedades de locação financeira ou de *factoring*), financiamento com apelo ao investimento do público (mediante a emissão no mercado de capitais de obrigações ou outros valores mobiliários representativos de dívida) ou empréstimos de outras entidades (sócios, organismos públicos ou outros).

Os manuais de finanças empresariais há muito que indicam que as empresas devem escolher uma estrutura de capitais que permita maximizar o seu valor, além de que explicam que quanto mais baixo for o custo de capital da empresa maior é o número de projetos cujo valor atual líquido se torna positivo e, por conseguinte, mais oportunidades a empresa tem de criar riqueza. Donde, as empresas deveriam escolher as fontes de financiamento que lhes permitissem minimizar o custo médio ponderado do capital e, *ceteris paribus*, maximizar o seu valor.

Há, porém, constrangimentos institucionais que impedem as empresas (ou, pelo menos algumas delas) de escolherem permanentemente as fontes ótimas de financiamento. Na realidade, por exemplo, os mercados obrigacionistas e acionistas são regra geral acessíveis a grandes empresas, mas por norma não proporcionam financiamento a entidades de pequena e média dimensão (Beck et al., 2008). O financiamento bancário, pelo contrário, é usado tanto pelas grandes como pelas demais empresas. Daí que os bancos sejam a principal fonte de financiamento externo das empresas (Gorton e Winton,

2003; Drucker e Puri, 2009), e muito em particular das empresas (de todas as dimensões) dos países em desenvolvimento (Ayyagari et al., 2012).

A teoria económica igualmente indica que o custo de capital alheio a suportar por cada empresa depende de duas variáveis fundamentais: o prazo e o risco. Na realidade, a estrutura de prazos das taxas de juro só circunstancialmente é horizontal, sendo muito frequente que a prazos distintos correspondam taxas de juro distintas. Donde, mesmo para emitentes da mais elevada qualidade, a diferentes prazos de emissão correspondem diferentes níveis de custo de capital alheio. Acresce que, ainda de acordo com o que ensinam os manuais de finanças empresariais, à taxa de juro isenta de risco há que adicionar um prémio de risco. Daí que, *ceteris paribus*, emitentes com diferentes níveis de risco sejam chamados a suportar diferentes taxas de juro.

Porém, da mesma forma que fatores institucionais poderão condicionar o acesso a diferentes fontes de financiamento, de igual modo tais fatores se poderão refletir no custo de cada uma dessas formas de financiamento. Isto é, o custo do capital alheio poderá refletir não apenas o risco e o prazo do empréstimo, mas igualmente poderá ser determinado por fatores institucionais.

Há muita literatura que tem estudado as implicações do ambiente institucional do país em que a empresa se insere nas suas escolhas em termos de financiamento.[1] Porém, a literatura que estuda as implicações desse ambiente institucional nas condições de financiamento negociadas é bem mais escassa e menos conclusiva. Este estudo pretende, como adiante melhor se explicitará, contribuir para diminuir esta lacuna (*gap*).

De facto, diversos estudos que analisam a estrutura de capitais em várias jurisdições evidenciam a importância de fatores específicos dos países. Entre estes, como principais, têm sido apresentadas as diferenças ao nível das instituições (Demirgüç-Kunt e Maksimovic, 1999; Booth et al., 2001; Fan et al., 2012), do ambiente legal (La Porta et al., 1997; Demirgüç-Kunt e Maksimovic, 1998; La Porta et al., 1998; Rajan e Zingales, 1998; Bancel e Mittoo, 2004; Fan et al., 2012), do sistema financeiro (Rajan e Zingales,

[1] Estão aqui em causa outras considerações institucionais além das diferenças fiscais entre os diferentes países, uma vez que relativamente a estas a literatura financeira de há muito documenta a sua importância, quer na determinação da estrutura ótima de capitais, quer no custo médio ponderado de capital.

1995; Demirgüç-Kunt e Maksimovic, 1996; De Jong et al., 2008; Lopez-Iturriaga e Rodriguez-Sanz, 2008), do *enforcement* (La Porta et al., 1998; De Jong et al., 2008; Lopez-Iturriaga e Rodriguez-Sanz, 2008;), da proteção dos direitos dos acionistas (De Jong et al., 2008) e da proteção dos direitos dos credores (Giannetti, 2003; De Jong et al., 2008). Alves e Ferreira (2011) evidenciam também que fatores institucionais têm um papel importante na estrutura de capital das empresas. De uma forma geral, estes estudos sugerem ou evidenciam que os fatores institucionais do país do mutuário relativos à proteção efetiva dos direitos dos financiadores são importantes para explicar a escolha do *mix* de financiamento das empresas.

No mesmo sentido abundante literatura indica que a escolha racional da fonte de financiamento depende, além de outros fatores, da informação disponibilizada aos investidores e da capacidade de estes acompanharem a vida da empresa (Diamond, 1984; Fama, 1985; Denis e Mihov, 2003), bem como da capacidade de os credores fazerem cumprir os seus direitos – *law enforcement* – (Quian e Strahan, 2007; Safavian e Sharma, 2007; Bae e Goyal, 2009). Por sua vez, a informação disponibilizada e os direitos de proteção dos investidores são diferentes em diferentes países, pelo que a estrutura de capitais e as fontes de financiamento ótimas devem divergir de país para país, refletindo outros fatores além das características intrínsecas das empresas (Ayyagari et al., 2012). Em conformidade com esta tese, Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1999, p. 296) consideram que "*dado que o montante de informação disponível para os investidores e a sua capacidade para proteger os seus investimentos dependem das instituições financeiras e legais, a estrutura financeira das empresas deve ser sistematicamente diferente de uns países para outros*".[2] Ainda no mesmo sentido, Flannery (1986) e Diamond (1993) sugerem que níveis acrescidos de assimetria de informação entre gestores e acionistas se refletem no uso de maiores níveis de endividamento e, consequentemente, numa estrutura de capitais com maior grau de alavancagem. A assimetria de informação pode assim ser um importante constrangimento que influencia o *mix* ótimo de capitais próprios e alheios da empresa.

[2] Tradução livre do autor. No original "*Since the amount of information available to investors and their ability to protect their investment both depend on financial and legal institutions, firms' financial structures should difer systematically across countries*" (Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1999, p. 296).

Desta forma, as escolhas de financiamento das empresas parecem ser determinadas por um conjunto de fatores que estão relacionados, não apenas com as suas características e situação, mas também com o ambiente institucional – particularmente no respeita à informação disponibilizada e à efetiva proteção dos direitos dos financiadores – em que operam (Rajan e Zingales, 1995; La Porta et al., 1997, 1998; Demirgüç-Kunt e Maksimovic, 1996, 1998, 2002; Booth et al., 2001; Giannetti, 2003; Cheng e Shiu, 2007; Utrero-González, 2007; Lopez-Iturriaga e Rodriguez-Sanz, 2008).

Em suma, abundante literatura indica que o ambiente institucional do país em que a empresa se insere tem reflexo nas escolhas das empresas na hora de optar por diferentes fontes de financiamento. Porém, é menos abundante e conclusiva a literatura que investiga se esses fatores institucionais igualmente se refletem nas condições de financiamento de cada uma dessas fontes, nomeadamente no que se refere aos custos desse financiamento.

Recentemente surgiram alguns artigos que estudam os custos do financiamento externo nesta perspetiva, procurando indagar se existem diferenças relevantes entre os custos de financiamento para empresas de diferentes países. Neste âmbito, Carey e Nini (2007) concluem que, independentemente da nacionalidade do mutuário ou do credor, os empréstimos são mais baratos (isto é, apresentam *spreads* mais baixos) quando emitidos na Europa do que quando emitidos nos EUA. Houston et al. (2012) igualmente constataram que os *spreads* dos empréstimos dependem da nacionalidade do mutuário, e que os empréstimos sindicados concedidos a empresas europeias são mais baratos do que os concedidos a empresas norte-americanas. Ambos os estudos encontram evidência de que as empresas preferem bancos do seu mercado doméstico, o que (porventura devido a menor assimetria de informação) se reflete em menores custos de financiamento. Carey e Nini (2007) evidenciam que quando o mutuário emite o empréstimo fora do seu mercado doméstico tende a emitir na Europa por o financiamento ser mais barato, enquanto no estudo de Houston et al. (2012) se conclui que as grandes empresas pagam menores taxas de juro quando pedem emprestado no estrangeiro. Num estudo que se debruça sobre o *home effect* nos financiamentos sindicados durante a crise financeira, Giannetti e Laeven (2012) observam que os bancos domésticos têm vantagens informacionais nas empresas do seu país, o que lhes permite conhecer melhor os fatores

que afetam os mutuários, compreender melhor os riscos políticos e económicos do país, bem como ter uma maior familiaridade com o devedor em resultado proximidade física e afinidade cultural. Houston et al. (2017), por sua vez, encontram evidência de que as empresas com ativos (investimentos) no estrangeiro com maior probabilidade se financiam fora do seu país de origem e fazem-no conseguindo negociar *spreads* mais baixos. No entanto, os resultados sugerem que as empresas com notação de risco *Junk Grade* têm maior dificuldade seguir idêntico caminho e obter resultados similares. Neste sentido, por tudo o referido, os *spreads* cobrados aos mutuários deverão estar relacionados com o país do mutuário.

Destes trabalhos resulta evidência suficiente para que se admita que as características do país do mutuário podem ter relevância na determinação do custo do financiamento bancário sindicado. O objetivo deste estudo é, por isso, analisar se, *ceteris paribus*, as características do país do mutuário influenciam o *spread* (o mesmo é dizer, o custo) suportado. Em particular, neste estudo analisa-se a influência de três características distintivas dos países: o tipo de sistema financeiro (e seu nível de desenvolvimento), o tipo de sistema de governo e o tipo de sistema legal. Todavia, a influência de outras características relativas ao ambiente de negócios, cultura e política será igualmente objeto de investigação.

1.2. Os Tipos de Sistema Financeiro, de Sistema de Governo Empresarial e de Sistema Legal

A lógica subjacente a este estudo é a de que nos países com um sistema financeiro baseado nos bancos existe um relacionamento próximo e de longo prazo entre os mutuários e os bancos financiadores, que permite mitigar a assimetria de informação, facilita o controlo e a avaliação da qualidade da gestão da empresa, e que consequentemente se pode materializar em menores custos de financiamento do que os praticados em países baseados no mercado. De facto, as instituições financeiras de países com sistema baseado nos bancos obtêm informação privada sobre os mutuários, e conseguem dessa forma realizar uma mais adequada monitorização da empresa (Levine, 2002). Além disso, tais instituições exercem ou têm condições para exercer influência sobre a gestão, pelo que

conseguem melhorar a eficiência dos investimentos e a sua relevância para o crescimento económico (*vide*, entre outros, Levine, 2002). Na mesma linha, Rajan (1992) refere que o relacionamento bancário que se manifesta em sucessivos empréstimos ao longo do tempo pode ser visto como a repetição de *informed debt* ou *inside debt* do mesmo emprestador (banco), enquanto a dívida contraída em mercado junto do público em geral pode ser vista como o financiamento *arm's length* ou *outside debt*, sendo que no caso desta última o credor tem menos informação sobre o mutuário. Desta forma, como os mutuários de países com um sistema financeiro baseado nos bancos têm um relacionamento mais próximo com as instituições que as financiam – *relationship lending* – e a assimetria de informação tende a ser menor, é uma vez mais de esperar que tais mutuários obtenham financiamentos com *spreads* mais baixos.

Em contrapartida, um mercado de capitais mais proeminente na vida económica do país promove uma alocação de capitais mais eficiente, fornecendo ferramentas de gestão de risco e estimulando a performance através de mecanismos de remuneração e compensação baseados no desempenho da empresa (Levine, 2002). Além disso, como a monitorização tem custos, o financiamento bancário pode ser mais caro do que o financiamento pelo mercado (Chakraborty e Ray, 2006) e proporciona aos bancos que se relacionam com a empresa vantagens informacionais sobre os concorrentes, que estes aproveitam ou podem aproveitar para cobrar taxas de juro elevadas e desadequadas ao risco da empresa (Sharpe, 1990; Rajan, 1992). Por esta outra perspetiva, e ao contrário da anterior, seria de esperar que os custos de financiamento fossem mais baixos nos países com sistema financeiro baseado no mercado.

Note-se, todavia, que alguma literatura sugere a importância de analisar e de controlar a influência do nível de desenvolvimento financeiro do país nos custos de financiamento (Demirgüç-Kunt e Levine, 2001). Esta literatura identifica países classificados como dispondo de sistema financeiro baseado nos bancos, com indicadores de desenvolvimento do setor bancário inferiores a outros classificados como sendo baseados no mercado. Os países financeiramente mais desenvolvidos criam condições para que os mutuários tenham maior facilidade de acesso ao mercado de financiamento, pelo que é de esperar que esta situação permita a obtenção de vantagens de custo com o pagamento de menores *spreads* de taxa de juro.

Há, pois, razões para pensar que, *ceteris paribus*, os mutuários de países com sistemas financeiros baseados nos bancos poderão beneficiar de custos de financiamento distintos dos praticados para mutuários de países com sistemas financeiros baseados no mercado, e que o nível de desenvolvimento financeiro de cada país igualmente influenciará tal diferença ao nível dos custos de financiamento. A literatura proporciona, como referido, bases para que se admita esta possibilidade, mas não dá resposta sobre se tal se verifica ou não, ainda que muita aponte no sentido de os sistemas financeiros baseados nos bancos proporcionarem custos de financiamento mais baixos aos agentes económicos com maior nível de assimetria de informação. Não há, pois, evidência que permita esclarecer se existe diferença nesses custos, qual a sua magnitude e o seu sinal, e se tal se verifica para todo o tipo de emitente ou especialmente para aqueles em que exista menos informação pública sobre o seu nível de risco de crédito. Este estudo visa contribuir para eliminar este *gap*.

Uma outra dimensão em estudo é o modelo de governo societário característico do país do mutuário. Com efeito, entre outros, Schmidt e Tyrell (1997), Shleifer e Vishny (1997) e Franks e Mayer (1997, 2001) consideram que há dois sistemas de *corporate governance* internacionalmente predominantes, e dividem os países em, por um lado, países com um sistema de governo do tipo anglo-saxónico e, por outro lado, países com sistemas de governo do tipo continental.

O sistema de governo anglo-saxónico é um sistema de governo orientado para o mercado, em que a propriedade está dispersa, onde frequentemente os investidores institucionais são os acionistas de maior expressão, e o mercado de capitais é amplo e líquido. O sistema de governo continental está assente no financiamento pelos bancos, a propriedade está concentrada no governo, nas famílias, nos bancos ou em outras empresas e o mercado de capitais é estreito e ilíquido. No que se refere ao exercício do governo, no sistema anglo-saxónico este está entregue ao conselho de administração, composto por membros executivos e membros não executivos. A monitorização e controlo da gestão é, em grande medida, baseada no mercado de capitais, designadamente no efeito disciplinador de aquisições hostis (*takeovers*). No sistema continental a gestão compete à administração executiva da empresa e o governo é da responsabilidade do órgão de supervisão e fiscalização. A monitorização da gestão é, predominantemente, efetuada pelos acionistas

com posições influentes. O financiamento bancário é pouco relevante no financiamento das empresas anglo-saxónicas, mas desempenha um papel muito importante na concessão de crédito às empresas continentais (Schmidt e Tyrell, 1997; Cuervo, 2002; Cernat, 2004; Alves, 2005).

Assim, tendo os bancos um papel ativo e mais relevante no governo das empresas do sistema continental, um de dois efeitos pode dar-se. Por um lado, os bancos podem obter mais informação e por essa via estar em condições de proporcionar custos de financiamento sem adição de prémios decorrentes de assimetria de informação. Por outro lado, tais bancos podem usar o "poder" decorrente desse seu papel para conceder crédito a essas empresas em condições mais gravosas do que aquelas que o mercado poderia proporcionar. Por outro lado, é sabido que o sistema de governo anglo-saxónico se baseia muito na divulgação de informação (auditada) ao mercado, no efeito disciplinador do mercado de controlo de empresas e no alinhamento de interesses via mecanismos de remuneração variável. Daqui pode, pois, resultar um efeito minimizador dos custos de financiamento por capital alheio. Donde, também há razões para acreditar que, tudo o resto igual, devedores de países com diferentes sistemas de governo possam suportar diferentes níveis de custo no financiamento por capital alheio. No entanto, não é encontrada literatura que teste o efeito nos *spreads* dos financiamentos de mutuários de países com sistemas de governo da empresa distintos. Importa, pois, analisar no plano empírico para que lado pende a balança. É também isso que este estudo se propõe fazer.

Por fim, os países podem ser classificados em função do seu sistema legal (La Porta et al. 1997, 1998). Está em causa dividir os países entre os de direito ou Lei Civil (*civil law*), aqueles em que os tribunais apenas aplicam leis formais (isto é, aprovadas pelo parlamento ou, pelo governo ou autoridades administrativas, sob autorização legislativa), e os países de lei ou direito comum (*common law*), aqueles onde o direito é também criado ou aperfeiçoado pelos juízes, na medida em que uma decisão tomada num caso afeta o direito a ser aplicado a situações futuras. Neste último caso, ao contrário do que se passa nos países de Lei Civil, os juízes possuem a autoridade para criar o direito, estabelecendo um precedente baseado em bons costumes. Dentro dos países de Lei Civil são distinguidos os países de origem francesa, germânica e escandinava em função do nível de proteção dos credores. Pistor et al. (2000) e Djankov et al. (2007) classificam ainda os

países num terceiro sistema legal, designado de Lei Socialista, para economias em transição que surgiram da desintegração da União Soviética.

Deste modo, além da importância do sistema financeiro e do sistema de governo societário, importa ainda verificar se o tipo de sistema legal, conforme definido por La Porta et al. (1997, 1998), é relevante para o financiamento bancário. O sistema legal permite identificar diferentes níveis de proteção dos investidores e de eficiência na execução dos contratos. De acordo com certa literatura, os países *common law* tendem a assegurar maior proteção (no plano teórico) aos acionistas e aos credores, enquanto os países *civil law* francesa proporcionam os níveis de proteção mais baixos, sendo que os países *civil law* germânicos e escandinavos apresentam níveis de proteção intermédios (La Porta et al., 1998). Essa literatura apresenta também os países germânicos e escandinavos como os mais eficientes em termos de execução ou aplicação das leis (*law enforcement*), enquanto os países *civil law* francesa são apontados como os menos eficientes (La Porta et al., 1998). Os países de Lei Socialista são os que têm maiores níveis de proteção dos investidores ao nível das leis estatuídas, mas apresentam muito reduzida eficiência na sua aplicação efetiva.

La Porta et al. (2000) relatam que nos países com mais direitos dos credores os empréstimos bancários proliferam, enquanto nos países com mais direitos para os acionistas as empresas tendem a utilizar mais o mercado de capitais. De acordo com La Porta et al. (1997, 1998), os países com o sistema legal *common law* apresentam uma maior proteção legal dos acionistas do que os países com sistema legal do tipo *civil l*aw, pelo que nos primeiros tenderá a ser mais usado capital próprio do que empréstimos alheios de longo prazo. Donde, a ser válida esta asserção, é expetável que nos países *civil law* exista tendencialmente mais *relationship lending*. Como nos países com maior proteção dos direitos dos credores é de esperar que os mutuários tendam a obter mais empréstimos bancários, e a menores custos, não seria surpreendente se as empresas mutuárias nos países com sistema legal *common law* efetuassem a contratação de empréstimos com menores taxas de juro. A confirmar-se este resultado, ele será consistente e completará a literatura (La Porta et al., 1997; Demirgüç-Kunt e Maksimovic, 1998; e Beck et al., 2002) que evidencia que o sistema legal influencia o tipo de

financiamento externo obtido pela empresa e que as empresas de países *common law* conseguem obter maiores níveis de financiamento.

1.3. Proteção Legal Efetiva e Outros Aspetos Institucionais

Apesar do tipo de sistema legal definido em La Porta et al. (1997, 1998) relevar para a análise dos custos de financiamento, não se pode ignorar que esta classificação assenta na origem histórica dos países e que as leis e regulamentos em vigor nos países dependem das escolhas políticas decididas ao longo do tempo pelos respetivos órgãos políticos. Daqui resulta a necessidade de analisar a proteção legal dos investidores específica e efetiva de cada país, e não apenas a origem do seu sistema legal.

As leis de proteção dos direitos dos credores são importantes para os contratos de empréstimo porque determinam quem controla o processo de insolvência e quem tem os direitos de propriedade da empresa falida. Desta forma, as leis de proteção dos credores afetam a atitude dos credores para com a monitorização dos mutuários com o intuito de assegurar o reembolso do empréstimo. É esperado, por isso, que os bancos cobrem maiores *spreads* quando emprestam a empresas que operam em países que tenham má reputação no que respeita à proteção dos direitos dos credores e execução das leis. Quanto maior for a capacidade de os credores obterem o reembolso do empréstimo ou tomarem o controlo da empresa em caso de incumprimento, melhores serão as condições dos financiamentos, nomeadamente menores taxas de juro e maturidades mais longas. Assim, uma maior proteção dos direitos dos credores induz uma maior capacidade e poder de negociação para forçar o reembolso ou obter o controlo da empresa em caso de incumprimento. Neste sentido, os mutuários de países com maiores níveis (teóricos) de proteção dos credores (mutuários de países com Lei Socialista e com Lei Comum) devem obter financiamentos com *spreads* mais baixos, enquanto os mutuários de países com Lei Civil Francesa deverão pagar os *spreads* mais elevados. No entanto, se os credores preferirem valorar mais o cumprimento ou execução das leis é expectável que os mutuários de países com Lei Civil Francesa e com Lei Socialista suportem maiores *spreads* devido à dificuldade de na prática os credores recuperarem os seus créditos. Nesta

perspetiva, os mutuários de países com Lei Civil Escandinava e com Lei Civil Germânica devem pagar os *spreads* mais baixos.

Também a proteção dos direitos dos acionistas minoritários pode assumir relevância, pois quanto maior e melhor for a proteção dos acionistas minoritários, maior e melhor será também a proteção dos credores. A defesa dos interesses dos acionistas minoritários permitirá a proliferação destes agentes que, pela sua ação, poderão impedir a captação de *cash flows* por gestores e acionistas maioritários, reduzindo os benefícios privados do controlo. Neste sentido é esperado os mutuários de países com mais fortes direitos dos acionistas minoritários sejam chamados a suportar *spreads* mais baixos.

1.4. Objetivos e Estrutura da Dissertação

O objetivo central do trabalho desenvolvido prende-se, como referido, com o estudo da relação entre o *spread* suportado pelos mutuários nos financiamentos sindicados e diferentes classificações de grupos de países. Em particular, é estudada a resposta para as seguintes questões: *O tipo de sistema financeiro do mutuário induz diferenças nos custos de financiamento através de empréstimos sindicados? Em que medida o nível de desenvolvimento financeiro do país interfere com a resposta à questão anterior? As diferenças ao nível dos sistemas de governo implicam diferenças nos custos de financiamento através de empréstimos sindicados? O sistema legal dos países é determinante dos custos de financiamento através de empréstimos sindicados? Que outras características relativas aos países poderão afetar a proteção dos credores: o ambiente de negócios, os fatores culturais, o ambiente de governance e político?* Daqui se depreende que se pretende produzir evidência empírica que permita conhecer em que sentido o sistema financeiro, o sistema do *governance*, o sistema legal e outros fatores institucionais influenciam (se é que influenciam) o custo do financiamento através de empréstimos sindicados. A amostra utilizada foi obtida da base de dados Dealscan da Thomson e respeita a 85.220 tranches de empréstimos, correspondentes a 50.658 empréstimos de 25.511 mutuários não financeiros originários de 122 países, para o período 2000-2012.

O Capítulo 2 procura analisar a relação entre o tipo de sistema financeiro (baseado nos bancos ou baseado no mercado de capitais) e o custo de financiamento das empresas e, também, de que forma o nível de desenvolvimento financeiro do país do mutuário afeta essa relação. Neste capítulo é ainda analisada a relevância do tipo de sistema de *governance* (anglo-saxónico ou continental) no *spread* dos financiamentos. Os resultados obtidos permitiram encontrar evidência de que, *ceteris paribus*, os mutuários de países com sistema financeiro baseado nos bancos obtêm financiamentos com uma taxa de juro inferior à de mutuários de países com sistema financeiro baseado no mercado, bem como os mutuários de países com sistema financeiro mais desenvolvido suportam *spreads* mais baixos. No que se refere ao sistema de *governance*, os mutuários de países com um sistema de governo societário de tipo anglo-saxónico suportam *spreads* superiores aos mutuários de países com um sistema de governo do tipo continental do mutuário.

Neste capítulo é ainda verificada a relevância do nível de *rating* atribuído pelas agências de notação de risco aos empréstimos dos mutuários. Nas subamostras utilizadas, para diferentes situações quanto à notação de risco de crédito, os resultados para o tipo de sistema financeiro, nível de desenvolvimento financeiro e tipo de sistema de governo permanecem consistentes com o evidenciado na amostra total. Assim, as conclusões, genericamente, mantêm-se inalteradas nas subamostras por nível de *rating*. Para a subamostra de mutuários que divulgam informação financeira constata-se que o tipo de sistema financeiro apenas permanece relevante nos mutuários *Investment Grade.*

No Capítulo 3 é analisado como os custos de financiamento podem ser afetados pelo tipo de sistema legal em adição ao tipo de sistema financeiro e ao nível de desenvolvimento financeiro do país do mutuário. Os resultados obtidos permitem concluir de forma semelhante quanto aos efeitos do tipo de sistema financeiro e do nível de desenvolvimento financeiro. Os resultados para o sistema legal evidenciam que os mutuários de países de Lei Civil obtêm financiamentos com menores *spreads* de taxas de juro do que os mutuários de países de Lei Comum. Os mutuários de origem em países de Lei Civil Germânica são os que suportam *spreads* mais baixos e os mutuários dos antigos países socialistas são os que obtêm financiamentos com taxa de juro mais elevada.

Como a origem do sistema legal é, como referido, um facto histórico e as leis e os regulamentos que permitem a proteção dos investidores resultam de escolhas políticas e

estas podem evoluir ao longo do tempo, no Capítulo 4 é estudado o impacto da proteção legal dos investidores, medido pelos direitos de proteção dos credores, o cumprimento dos contratos e os direitos de proteção dos investidores no país do mutuário. Adicionalmente, é averiguado de que forma as características ou constrangimentos do ambiente legal podem interagir com algumas características institucionais (ao nível de fatores do ambiente de negócios, da cultura, do *governance* e da política) do país do mutuário e afetar os custos do empréstimo. Os resultados obtidos evidenciam conclusões semelhantes às do capítulo anterior ao nível da origem do tipo de sistema legal e permitem concluir que os mutuários de países com maior nível de proteção dos credores, melhor *enforcement legal* e maior proteção dos acionistas minoritários suportam *spreads* mais baixos nos financiamentos sindicados. Ao nível das características institucionais foi encontrada evidência de que o ambiente de negócios, os aspetos culturais, os indicadores de *governance* e do ambiente político do país do mutuário afetam o *spread* de taxa de juro dos financiamentos sindicados.

Este estudo apresenta várias contribuições para a literatura. Em primeiro lugar, apesar de extensa literatura quanto ao papel do ambiente institucional do país do mutuário quanto às suas escolhas de financiamento (Rajan e Zingales, 1995; La Porta et al., 1997, 1998; Demirgüç-Kunt e Maksimovic, 1996, 1998, 2002; Booth et al., 2001; Giannetti, 2003; Cheng e Shiu, 2007; Utrero-González, 2007; Lopez-Iturriaga e Rodriguez-Sanz, 2008), a literatura é escassa e pouco conclusiva quanto à influência desses fatores institucionais no custo desse financiamento. Este aspeto é neste trabalho aprofundado. Em segundo lugar, Carey e Nini (2007), Giannetti e Laeven (2012) e Houston et al. (2012) evidenciam que o custo do financiamento bancário sindicado está relacionado com o local da emissão do empréstimo, com a nacionalidade do mutuário e com o financiamento por bancos do país do mutuário, respetivamente. Neste trabalho é analisado se o *spread* suportado pelo mutuário é afetado por três características distintivas do seu país: o tipo de sistema financeiro (e seu nível de desenvolvimento), o tipo de sistema de governo e o tipo de sistema legal. Tanto quanto se conhece, não existem estudos empíricos que agreguem os países em função destas características, pelo que os resultados apresentados são os primeiros a evidenciar como aquelas características afetam os custos de financiamento. Numa outra perspetiva, é investigado se o relacionamento de proximidade mutuário-

credor (*relationship lending)* induz custos de financiamento mais baixos.[3] A proximidade neste estudo é aproximada pelo tipo de sistema financeiro e de sistema de *governance*, pois é esperado que o tipo de sistema financeiro e de *governance* influencie a informação, a perceção de risco e a perceção de proteção do credor. Depois, por um lado, apesar da literatura caracterizar de forma clara os tipos de governo da sociedade, não se encontrou evidência empírica sobre o efeito dos *spreads* decorrente da origem do mutuário ser de países com diferentes sistemas de *governance*. Por outro lado, apesar de vários estudos analisarem o impacto dos direitos dos credores e do *enforcement* legal no custo do financiamento (Qian e Strahan, 2007; Safavian e Sharma, 2007; Davidenko e Franks, 2008; Bae e Goyal, 2009), não se encontrou qualquer trabalho empírico que analise o impacto do risco legal do país identificando em blocos cada um dos tipos de sistema legal identificados em La Porta et al. (1997, 1998). De destacar ainda que este trabalho evidência o papel da qualidade creditícia dos mutuários nos custos do financiamento, em conformidade com a importância que deve ser atribuída ao *rating* explicada em Sufi (2009). Procura-se então conhecer se as características dos países afetam de forma diferente o *spread* de taxa de juro cobrado dependendo de o mutuário ter sido classificado pelas agências de notação de risco como *Investment Grade*, *Junk Grade* e *Sem Rating*.

A tese, como referido, é composta, além da Introdução e das Conclusões, por três capítulos principais que estudam os efeitos determinantes do *spread*. No Capítulo 2 é analisada a importância do sistema financeiro e do sistema de *governance* nos custos de financiamento, que inicia com duas secções para a revisão de literatura destes dois tipos de sistema. Na terceira secção são apresentados os dados, a metodologia utilizada ao longo do trabalho, e é efetuada uma análise preliminar. Aqui é também apresentada uma classificação dos países perante os três sistemas em estudo. Na secção seguinte é realizado o estudo empírico (análise multivariada) que visa responder às questões de investigação enunciadas para o sistema financeiro e sistema de *governance*. A síntese conclusiva é

[3] Anteriores estudos debruçaram-se sobre a proximidade obtida através de depósitos (Black, 1975; Blackwell e Winters, 1997), serviços de subscrição de obrigações (Yasuda, 2005; Yasuda, 2007; Drucker e Puri, 2009), serviços de subscrição de ações (Drucker e Puri, 2005), serviços de apoio à colocação das empresas em bolsa (Schenone, 2009) e serviços na área de Fusões e Aquisições (Bodnaruk et al., 2009; Dittmann et al., 2010). Outros autores avaliaram o efeito de relacionamentos anteriores (Bharath et al., 2011), da distância geográfica entre credor e mutuário (Petersen e Rajan, 1994; Degryse e Ongena, 2005) e da duração da relação (Petersen e Rajan, 1994; Berger e Udell, 1995; Degryse e Van Cayseele, 2000) nos custos de financiamento.

apresentada na secção 5. O Capítulo 3 estuda a importância do sistema financeiro e do sistema legal nos custos de financiamento. As seções são semelhantes às do capítulo anterior: revisão de literatura; bases de dados e variáveis; análise multivariada; síntese conclusiva. No Capítulo 4 investiga-se a importância do ambiente institucional do país do mutuário nos custos de financiamento. Depois da introdução vem uma secção onde são apresentados os dados e as variáveis. Na terceira secção é estudado o efeito da proteção legal do país do mutuário, que é seguida pela análise à interação entre a proteção dos credores e o nível de desenvolvimento financeiro. Na secção 5 são analisados outros fatores institucionais, como sejam o ambiente de negócios, aspetos culturais, *governance* e ambiente políticos, que influenciam os custos dos empréstimos e, depois, surge a síntese conclusiva deste capítulo. No final são apresentadas conclusões, isto é, são relembradas de forma integrada as inferências a que se foi chegando em cada um dos três capítulos principais da dissertação.

2. O Impacto do Tipo de Sistema Financeiro e do Tipo de Sistema de *Governance* nos Custos de Financiamento

2.1. Tipos de Sistema Financeiro e Nível de Desenvolvimento Financeiro

Os sistemas financeiros podem ser classificados com sendo *orientados para o mercado* ou *orientados para os bancos*. Nos sistemas orientados para o mercado o financiamento é principalmente público (no sentido anglo-saxónico do termo, ou seja, de abertura à captação do aforro da generalidade dos investidores), obtido através da emissão e colocação de ações e empréstimos obrigacionistas, enquanto nos sistemas orientados para os bancos, o financiamento é principalmente privado, concretizado através de empréstimos bancários negociados bilateralmente entre o mutuário e um banco ou um conjunto de bancos (Boot e Thakor, 2000; Dennis e Moullineaux, 2000). Mesmo ao nível do financiamento bancário existem diferenças, dado que o financiamento sindicado (com múltiplos credores) tem uma importância relativa mais elevada nos países orientados para o mercado, ao passo que nos países orientados para os bancos predominam os empréstimos bilaterais (isto, com um único banco credor).

i) Relacionamento Bancário

Nos países com um sistema financeiro baseado nos bancos tipicamente existe um relacionamento próximo, de longo prazo, entre as empresas mutuárias e os bancos financiadores. Esse relacionamento permite ao banco credor aceder, ao longo do tempo e no contexto de um contacto quotidiano, a informação qualitativa sobre o mutuário (*soft information*). Pelo contrário, quando os empréstimos se traduzem em transações em mercado de capitais, como é característico dos sistemas financeiros baseados no mercado, os mutuantes baseiam-se meramente ou primordialmente em informação quantificável e facilmente transmissível (*hard information*) (Stein, 2002, Cole et al., 2004, Berger et al.,

2005, Berger e Udell, 2006, Udell, 2008). O sistema financeiro baseado no mercado é, por isso, nas palavras de Rajan e Zingales (2001), primordialmente "*arm's length*" (isto é, os credores atuam de modo independente e sem ter outro tipo de relação com o mutuário) e o sistema financeiro baseado nos bancos é, predominantemente, "*relationship lending*" (isto é, os credores têm um relacionamento de proximidade, acompanham a vida do mutuário e concedem sucessivos financiamentos bilaterais ao longo do tempo).[4] Assim, os bancos "*relationship lending*" tornam-se credores qualitativamente informados, enquanto os investidores no mercado de capitais efetuam financiamento do tipo *arm's length* (Diamond, 1991; Rajan, 1992). Acresce que, quando os mutuários são empresas com o capital fechado ao investimento do público, e não há informação pública sobre a sua situação económica e financeira, os bancos mitigam o problema da ausência de informação pública, através do relacionamento de longo prazo com essas empresas (Boot et al. 1993).

Nos países orientados para os bancos a monitorização dos credores tem um papel importante na própria vida das empresas. Diamond (1984), Fama (1985) e Boyd e Prescott (1986) realçam o papel único dos bancos na monitorização e Fama (1985) considera que um banco é um *insider debtholder* devido ao acesso a informação privilegiada relativa à vida dos seus clientes. Essa monitorização reduz a assimetria de informação e melhora a eficiência dos contratos entre mutuante e mutuário (Freixas e Rochet, 2008). A monitorização efetuada pelos bancos implica que as empresas e os bancos desenvolvam relacionamentos de longo prazo (Mayer, 1988). Greenbaum e Thakor (2007) e Freixas e Rochet (2008) sugerem que o relacionamento de longo prazo entre emprestador e mutuário tem valor. De facto, como o relacionamento envolve interações repetidas entre o emprestador e o tomador de crédito ao longo do tempo, pode originar informação privilegiada para o emprestador e reduzir os custos dos empréstimos e de outros serviços.

O relacionamento bancário permite ao banco produzir informação sobre a qualidade e a situação da empresa (Petersen e Rajan, 1994; Berger e Udell, 1995), o que leva, como referido, à diminuição da assimetria de informação entre o banco e a empresa. Os bancos

[4] Rajan (1992) define o financiamento bancário como *inside debt* devido ao aumento da capacidade do banco para a recolha de informação sobre o seu mutuário, enquanto a dívida para subscrição pública pode ser vista como o financiamento *arm's length* ou *outside debt*. O autor sustenta a tese de que as empresas com projetos de melhor qualidade escolhem financiamento *arm's length*.

obtêm informação ao longo do relacionamento com a empresa e usam essa informação para ajustar as condições do contrato de empréstimo (Berger e Udell, 1995). O relacionamento facilita a seleção dos clientes, permite o acesso a informações relevantes para estabelecer as modalidades de crédito futuro e permite controlar o comportamento da equipa de gestão da empresa (Ongena e Smith, 2000).[5]

Os bancos com relacionamento obtêm vantagens informacionais face a concorrentes, devido à *expertise* que adquirem na avaliação e monitorização do crédito das empresas com quem mantêm esse relacionamento (Diamond, 1984, 1991; Ramakrishnan e Thakor, 1984; Boyd e Prescott, 1986; Leland e Pyle, 1997). A monitorização é custosa pois exige a aquisição e avaliação de informação sobre o comportamento do mutuário.[6] Todavia, estes intermediários financeiros conseguem economias de escala na produção de informação que não é de fácil transferência e obtêm vantagens comparativas na produção de informação sobre os mutuários.

Apesar dos benefícios potenciais que advêm do relacionamento bancário, não é certo que tal se materialize em benefícios efetivos e equitativos para cada uma das partes. Boot (2000) apresenta, neste contexto, o *hold-up problem*, que ocorre quando o relacionamento bancário próximo com os mutuários possibilita ao banco a obtenção de informação privilegiada, o que lhe confere uma vantagem sobre os concorrentes. Em consequência, estes bancos cobram elevadas taxas de juro, desadequadas ao nível do risco da empresa (Sharpe, 1990; Rajan, 1992). Assim, a aquisição de informação privilegiada sobre as empresas pelos bancos pode conduzir à extração de rendas (Hellwig, 1991; Weinstein e Yafeh, 1998). Em suma, não é líquido que o relacionamento bancário, característico dos sistemas financeiros baseados nos bancos, conduza a custos de financiamento mais baixos.

[5] Ongena e Smith (2000) apresentam quatro motivos para o relacionamento bancário aumentar as possibilidades de obter financiamento, criar valor e melhorar a performance da empresa. Primeiro, permite o acesso a informação privada com reflexo na melhoria da flexibilidade contratual *a priori* entre o banco e os mutuários. Segundo, o relacionamento bancário aumenta a facilidade com que os contratos são renegociados *a posteriori*. Terceiro, o relacionamento permite a construção de reputação através do reembolso do empréstimo. Por fim, como o financiamento é obtido sem divulgação de informação com valor ao público o relacionamento assegura confidencialidade, o que facilita o *screening* e a monitorização.
[6] A este propósito Boot (2000) refere que a informação recolhida tem custos para ser produzida, é propriedade do emprestador e pode ser reutilizada.

Há, com efeito, evidência de que fortes relacionamentos bancários estão empiricamente associados a mais baixas taxas de juro (Diamond, 1984 e 1991; Petersen e Rajan, 1994; Berger e Udell, 1995; Leland e Pyle, 1997), redução dos colaterais exigidos (Berger e Udell, 1995; Harhoff e Korting, 1998), emissão de mais dívida sénior (Longhofer e Santos, 2000), maior proteção contra os ciclos de taxa de juro (Berlin e Master, 1998; Ferri e Messori, 2000) e aumento no crédito disponível (Cole, 1998; Elsas e Krahnen, 1998). Todavia, também existem estudos que evidenciam a inexistência de efeitos na taxa de juro (Elsas e Krahnen, 1998; Harhoff e Korting, 1998) ou que documentam o seu acréscimo (Degryse e Van Cayseele, 2000). A literatura não é, pois, conclusiva sobre os efeitos do relacionamento bancário nos custos de financiamento por capital alheio.

Parece, pois, claro que embora existam efeitos positivos do relacionamento bancário, de igual modo há literatura que coloca em causa a ideia de que os efeitos de tal relacionamento se materializam necessariamente em custos de capital alheio mais baixos.

ii) Outros Fatores Relevantes

Acresce que o relacionamento bancário não é o único facto que pode levar a diferenças nos custos de financiamento por capital alheio para mutuários de diferentes tipos de sistema financeiro. Na realidade, Levine (2002) considera que o sistema financeiro orientado para o mercado tem vantagens intrínsecas na alocação de capital, fornecendo ferramentas de gestão de risco e minimizando os problemas associados aos bancos excessivamente poderosos. Na mesma linha, há quem sustente que o mercado de capitais (predominante nos países com sistema baseado no mercado) tem um papel positivo na obtenção de sinais de informação e permite a transmissão desta informação aos investidores, o que se reflete positivamente no custo de financiamento das empresas (Boot e Thakor, 1997; Allen e Gale, 1999). Por outro lado, o mercado de capitais afeta também a transmissão de informação útil aos credores.[7] Grossman (1976) e Grossman e Stiglitz

[7] Rajan (1992) explica que a utilização de empréstimos públicos permite a minimização do problema de monopólio informacional dos bancos. Por sua vez, Ongena e Smith (2000) referem que o anúncio da obtenção de empréstimos bancários permite a transferência de informação positiva para outros investidores, podendo inclusive reduzir o custo de capital da empresa obtido através do mercado de capital público (menos informado).

(1980) sustentam que os preços no mercado de capitais revelam, pelo menos parcialmente, informação que os investidores mais informados possuem. Ainda no mesmo sentido, Levine (2002, p. 398) considera que o sistema orientado para os bancos é o mais adequado para "*mobilizar as poupanças, identificar bons investimentos e exercer um saudável controlo da empresa, particularmente durante as fases iniciais do desenvolvimento económico e em fracos ambientes institucionais*".[8]

Por sua vez, Chakraborty e Ray (2006) distinguem o financiamento bancário do financiamento pelo mercado através do envolvimento dos investidores nos projetos de investimento. Enquanto os bancos estão mais envolvidos na seleção dos projetos, monitorização das empresas e identificação de empreendedores com futuro, o mercado tem pouco envolvimento nas decisões de investimento da empresa. Os investidores no mercado são demasiado dispersos para efetivamente controlarem as atividades do mutuário, os intermediários financeiros monitorizam os empreendedores e resolvem parcialmente o problema de agência. Como a monitorização tem custos, por esta tese, o financiamento bancário tende a ser mais caro do que o financiamento pelo mercado de capitais.

iii) Importância do Desenvolvimento Financeiro

Dado que existem países com um sistema financeiro baseado nos bancos que simultaneamente apresentam indicadores de reduzido desenvolvimento do setor bancário e, por outro lado, países classificados como de sistema financeiro baseado no mercado com níveis baixos de desenvolvimento do mercado de capitais (Demirgüç-Kunt e Levine, 2001), torna-se importante analisar se o nível de desenvolvimento financeiro do país influencia os custos de financiamento. Chakraborty e Ray (2006) defendem que sistemas financeiros mais desenvolvidos resolvem melhor os problemas de agência, permitindo às empresas pedir emprestado a taxas mais baixas e investir mais. Rajan e Zingales (1998) apresentam como efeitos do desenvolvimento financeiro a redução dos custos de

[8] Tradução do autor. No original "*bank-based systems are better at mobilizing savings, identifying good investments, and exerting sound corporate control, particularly during the early stages of economic development and in weak institutional environments*" (Levine, 2002, p. 398).

transação, que permite diminuir os custos de capital na economia e ajudar as empresas a ultrapassar problemas de risco moral e de seleção adversa. Alves e Ferreira (2011, p. 124) afirmam que "*nos mercados de capitais menos desenvolvidos existe menos informação disponível sobre as empresas por várias razões que podem incluir uma regulação mais fraca, padrões de governo da empresa mais baixos e direitos de proteção dos investidores limitados*".[9] Donde, nesta ótica, o desenvolvimento financeiro induz menores custos de financiamento externo. Neste sentido, Beck e Levine (2002) e Levine (2002) apresentam evidência de que os sistemas financeiros mais desenvolvidos induzem crescimento económico, e Rajan e Zingales (1998) justificam esse crescimento com a redução dos custos de financiamento. Assim, seria de esperar que quanto maior fosse o nível de desenvolvimento financeiro de um país, menores fossem os *spreads* cobrados aos mutuários desses países (designadamente por força das alternativas que o sistema financeiro lhes proporcionaria). Acresce que, de acordo com outros autores, quanto maior o nível de desenvolvimento financeiro dos países, maior é a disponibilidade de serviços que permitem a diversificação do risco e maior é o acesso a serviços financeiros (Reuttner e Glass, 2012), pelo que tal poderá ter impacto nos custos de financiamento. Adicionalmente, Rajan e Zingales (1998) explicam que nos países com mercado financeiro mais desenvolvido existem menores custos de financiamento externo. Neste sentido, é expectável que os mutuários de países financeiramente mais desenvolvidos tenham uma maior capacidade de acesso a fontes de financiamento e que isso se reflita na negociação de acordos de financiamento em melhores condições, suportando um *spread* mais baixo.

iv) Síntese

Em suma, não existe evidência empírica que permita concluir sobre se o tipo de sistema financeiro (baseado nos bancos ou baseado no mercado de capitais) é determinante do custo de financiamento das empresas, nem em que medida o nível de desenvolvimento financeiro do país interfere com esses custos. Este tema, tanto quanto se julga saber, não

[9] Tradução do autor. No original "*In less developed capital markets there is less available information about firms for several reasons that may include a weaker regulation, lower corporate governance standards, and limited investor protection rights*" (Alves e Ferreira, 2011, p. 124).

foi ainda objeto direto de investigação, sendo apenas objeto de investigação indireta particularmente ao nível dos efeitos do relacionamento bancário. Embora a literatura sobre este último aspeto indique que esse relacionamento reduz a assimetria de informação e cria condições para que os bancos cobrem custos de financiamento mais baixos aos seus clientes, também existe a possibilidade de os bancos se apropriarem das vantagens informacionais cobrando maiores taxas de juro. Assim, embora esperando que, especialmente para os mutuários em que haja maior assimetria de informação (*vg*, ausência de notação de risco), o efeito positivo do relacionamento se sobreponha aos seus custos, e daqui resulte que os emitentes dos países com sistema financeiro baseado nos bancos suportem *spreads* mais baixos, não há nenhuma garantia de que tal aconteça. Este estudo procurará verificar no plano empírico qual dos efeitos se sobrepõe, e verificar em que medida esses efeitos são generalizáveis ou não a todo o tipo de emitentes em função da existência ou não de *rating* e da respetiva notação.

2.2. Tipos de Sistema de Governo Societário

A separação da propriedade do controlo em empresas detidas dispersamente permite ao gestor decidir com elevado grau de arbitrariedade (Berle e Means, 1932). Bolton e Scharfstein (1998), entre outros, sugerem que as empresas de propriedade dispersa dão aos gestores o controlo efetivo da empresa, o que lhes possibilita conduzir a empresa para seu benefício, à custa dos acionistas. Os gestores em vez de maximizarem os lucros ou o valor da empresa procuram maximizar a sua própria função utilidade (Jensen e Meckling, 1976). Acresce que, como o contrato entre os acionistas e a gestão não é completo, nem sem custos de elaboração e execução, e como existe incerteza quanto ao trabalho desenvolvido pelos agentes, podem surgir problemas não só relacionados com a existência de diferentes objetivos e preferências de risco, mas também pela assimetria de informação que incentiva ou permite comportamentos oportunistas.

i) A Dívida como Elemento Disciplinador e Conflitos de Interesses

No seu artigo seminal, Jensen e Meckling (1976) sugerem o endividamento como forma de ultrapassar os problemas de agência na relação entre acionistas e gestores. Neste contexto, Jensen (1986) sustenta que o poder discricionário da gestão e os custos de agência, que resultam da má aplicação do excesso de *free cash flow*, podem ser minimizados pelo endividamento. Degryse e de Jong (2006) e Zhang (2009) obtêm evidência empírica consistente com esta tese. Também Stulz (1988) mostra que o endividamento ajuda a limitar o comportamento discricionário dos gestores.[10]

Num outro plano, Myers e Majluf (1984) mostram que o endividamento pode reduzir os problemas de financiamento por capital próprio, decorrentes da assimetria de informação sobre o valor da empresa. Por sua vez, dada a assimetria de informação entre acionistas e

[10] Stiglitz (1985) e Shleifer e Vishny (1997) referem que se não existir nenhum grande acionista, os acionistas mais pequenos não têm incentivo suficiente para monitorizar e controlar a gestão. Assim, como os bancos são investidores importantes na empresa (Shleifer e Vishny, 1997), os bancos têm uma função semelhante à dos acionistas. Os bancos têm interesse na gestão das empresas como forma de verificarem o retorno dos seus investimentos e controlarem o comportamento desadequado dos gestores. Os credores estão preocupados com os donos/gestores se estes aumentarem o risco ou a probabilidade de os credores não obterem o retorno do seu investimento.

gestores, Ross (1977) sustenta que a dívida pode ser usada para os gestores sinalizarem as perspetivas da empresa aos acionistas. Também Leland e Pyle (1977) e Ross (1977) mostram que alterações no endividamento constituem divulgação de informação ao mercado, contribuindo para minimizar as diferenças de informação entre os agentes.

Por outro lado, dado que o aumento do endividamento numa empresa com propriedade dispersa aumenta a probabilidade de incumprimento e de falência e produz consequências gravosas para a riqueza, reputação e manutenção do posto de trabalho para os gestores. Grossman e Hart (1982) preveem que a ameaça de falência (decorrente de níveis de dívida elevados) fornece os incentivos apropriados para o gestor adotar um comportamento que maximize o valor da empresa.[11] Simultaneamente, Fama (1985), Stiglitz (1985), Boyd e Prescott (1986) e Diamond (1996) argumentam que, dada a necessidade de garantirem o reembolso e juros do financiamento, os bancos desempenham um papel central e único na monitorização da gestão. Assim, a minimização dos conflitos de interesse entre acionistas e gestores pode também ser conseguido através do papel disciplinador do endividamento, devido à monitorização efetuada pelos credores, com o intuito de garantir o reembolso de capital e o recebimento de juros.

Apesar dos benefícios que o endividamento parece trazer, o endividamento acarreta os seus próprios problemas de agência que resultam dos conflitos de interesse,[12] assimetria de informação[13] e contratos incompletos entre os acionistas (e os gestores por estes

[11] Grossman e Hart (1982) verificam que o endividamento permite não só o alinhamento dos interesses da gestão com os interesses dos acionistas, mas também os credores privam os gestores dos seus benefícios privados de controlo em caso de incumprimento, pelo que a gestão atua de modo a manter o controlo.

[12] Jensen e Smith (1985) apresentam quatro das principais fontes de comportamento oportunístico que originam conflitos. Por um lado, o aumento inesperado de dividendos aos acionistas (Kalay, 1982). Segundo, o problema da possível diluição dos direitos dos credores se a empresa aumentar o seu crédito e este tiver a mesma ou superior prioridade. Terceiro, o problema da substituição dos ativos (a*sset substitution problem*) (Galai e Masulis, 1976; Jensen e Meckling, 1976). Por fim, o problema do sub-investimento (*underinvestment problem*), descrito por Myers (1977 e 1984).

[13] A assimetria de informação entre os emprestadores e os mutuários é de grande relevância para a teoria da intermediação financeira. Se um dono/gestor não pode credivelmente revelar as perspetivas futuras da empresa, os emprestadores devem investir na produção de informação com custo e efetuar *due diligence* de forma a conhecer a credibilidade dos potenciais mutuários e a descobrir os mutuários com fraca qualidade (*adverse selection*). Mesmo que uma empresa seja avaliada como tendo risco de crédito aceitável, depois da concessão do crédito o emprestador deve gastar recursos na monitorização dos mutuários, devido aos incentivos das empresas para investir sub-optimamente (*moral hazard*).

escolhidos) e os credores. Deste modo, os acionistas e os gestores podem adotar comportamentos oportunistas que lhes permitam obter vantagens à custa dos credores.[14]

Por isso, os credores podem sentir a necessidade de controlar as (ou, pelo menos, algumas) decisões das empresas como forma de garantir o reembolso dos seus empréstimos. Os contratos de dívida têm subjacente o reembolso do empréstimo e pagamento de juros que não dependem da performance da empresa. Além disso, os credores podem incluir nos contratos cláusulas que limitem ou condicionem a ação das empresas. Por fim, no caso de incumprimento destes pagamentos, os credores podem recorrer à lei das falências para obter o seu retorno. Todavia, não há contratos completos,[15] nem o funcionamento dos tribunais permite assegurar uma plena e eficiente salvaguarda dos credores.

ii) O Financiamento e o Governo das Empresas

O financiamento das empresas está dependente da sua capacidade para assegurar aos investidores o retorno do seu investimento, o que, na aceção de Shleifer e Vishny (1997), é o fim último do governo das empresas. Assim, além da proteção contratual e legal dos investidores,[16] assume grande relevância a forma como o governo da empresa está estruturado.

Neste contexto, Doidge et al. (2007) sugerem que, para baixos níveis de proteção legal dos investidores, o nível de governo da empresa é complementar, e que para maiores níveis de proteção dos investidores, o *governance* da empresa é substituto dessa proteção.

---

[14] Jensen e Meckling (1976) apresentam os custos de agência do endividamento como o custo de oportunidade da riqueza causada pelo impacto da dívida nas decisões de investimento da empresa, os custos de monitorização e de ligação dos credores à empresa e os custos de falência e reorganização.

[15] Como o contrato de financiamento é incompleto, pois não contempla todas as possíveis contingências futuras, aos credores interessa controlar e verificar se a empresa mutuária tem capacidade para gerar *cash flow* que lhe permita reembolsar o empréstimo. Roberts e Sufi (2009) sugerem que como o contrato de dívida impõe penalizações em caso de incumprimento, o mutuário tende a revelar informação verdadeira ao credor *a priori*, para que este possa avaliar a sua capacidade para gerar *cash flow* – o credor concentra-se no seu direito ao *cash flow*. O incumprimento no pagamento do reembolso desencadeia a transferência de controlo sobre os ativos do mutuário para o credor. No modelo de Grossman e Hart (1982) é apenas o incumprimento que permite aos credores privar os gestores dos seus benefícios privados de controlo.

[16] La Porta et al. (1998) argumentaram que uma maior proteção dos investidores aumenta a sua disponibilidade para o financiamento e deve refletir-se em menores custos e maior disponibilidade de financiamento externo.

O governo da empresa (*corporate governance*) pode ser entendido como a forma como as quase-rendas são negociadas à posteriori na empresa (Zingales, 1998), bem como pode ajudar a determinar como é que a gestão lida com os contratos incompletos (Garvey e Swan, 1994). Por sua vez, John e Senbet (1998) consideram que o governo da empresa está relacionado com os mecanismos pelos quais os *stakeholders* exercem controlo sobre a gestão, de forma a proteger os seus interesses. Assim, a existência de boas práticas de governo da empresa é tão mais importante quanto mais baixo for o nível de proteção dos investidores no mercado de capitais.

No plano empírico, Klapper e Love (2004) encontram evidência de que as empresas em crescimento com grandes necessidades de financiamento externo estão mais recetivas a adotar melhores práticas de *governance*[17] de forma reduzir o seu custo de capital.[18] No entanto, o tipo de governo da empresa varia não apenas em função da empresa, mas também em função do país. Assim, Doidge et al. (2007) sugerem que o sistema de *governance* do país afeta as decisões de governance das empresas e que uma melhor *governance* reduz os custos do financiamento, pois os investidores esperam que a empresa seja bem governada após a atribuição de fundos.

iii) Sistemas de Governo das Sociedades

Os sistemas de governo das sociedades são, usualmente, divididos em dois (tidos como os principais): continental e anglo-saxónico (Franks e Mayer, 1997; Schmidt e Tyrell, 1997; Shleifer e Vishny, 1997, e; Franks e Mayer, 2001). Os EUA, o Canadá, o Reino Unido e a Austrália são tradicionalmente apontados como países com um sistema de governo anglo-saxónico, enquanto o Japão e a Alemanha são os protótipos do sistema de governo continental. Entre outros, Schmidt e Tyrell (1997), Cuervo (2002), Cernat (2004) e Alves (2005) apresentam as principais características dos dois tipos de sistemas de governo.

[17] Klapper e Love (2004) evidenciam ainda que são as empresas com melhor *governance* que obtêm melhores desempenhos operacionais.

[18] Jesover e Kirkpatrick (2005) referem que um bom governo da empresa ajuda a ultrapassar os conflitos de interesse, aumenta a confiança dos investidores e melhora a perceção de cumprimento dos compromissos legais assumidos com os credores. Neste sentido, estas empresas conseguem obter maiores financiamentos e em condições mais favoráveis.

O sistema de governo anglo-saxónico é um sistema orientado para o mercado que também é conhecido como *outsider control system* em que o mercado para o controlo das empresas (mercado de *takeovers*) é essencial, sendo que a ameaça de um *takeover* potencial tem um efeito disciplinador sobre a gestão. Neste sistema tipicamente existe um grande número de empresas cotadas com propriedade dispersa, em que apenas os investidores institucionais têm uma forte posição acionista,[19] o mercado de capitais é amplo, profundo e líquido. As empresas estão sujeitas a grandes exigências de divulgação de informação aos investidores. O financiamento através de emissões de capital próprio é comum nas empresas destes países. Alguns investidores institucionais desempenham também um papel importante no governo das empresas, mas a presença acionista dos bancos[20] e a influência destes no governo das empresas é tida como reduzida.[21]

No que se refere à estrutura dos órgãos societários, tipicamente existe apenas um órgão de governo (o conselho de administração), e este é composto por membros executivos e membros não executivos. Estes últimos têm como funções aconselhar, monitorizar e efetuar a avaliação da atividade dos executivos, ao passo que aos primeiros (administradores executivos) compete a gestão quotidiana da empresa. É normal existirem comissões para tratar assuntos específicos das empresas, como por exemplo, a comissão de auditoria, a comissão de compensação e a comissão de nomeação. A remuneração nestas empresas, como forma de alinhar os interesses da gestão com os dos acionistas, é maioritariamente variável em função da performance (bolsista) da empresa.

O sistema de governo continental é um sistema orientado para as relações, também conhecido como *insider control system*. A monitorização das empresas nestes países é frequentemente efetuada pelos acionistas controladores que têm uma elevada proporção acionista. A propriedade está, em geral, concentrada em famílias, bancos[22] e/ou empresas relacionadas (fornecedores e clientes), pelo que o mercado de capitais é estreito e ilíquido. Neste sistema, com frequência, existem participações cruzadas entre empresas e existe a

[19] Todavia, o poder de influencia individual dos acionistas institucionais sobre a gestão é fraco.
[20] Note-se que, nos EUA, paradigma do sistema anglo-saxónico, os bancos estiveram durante muito tempo, e ainda estão, embora agora não tão severamente, sujeitos a limitações na participação acionista de outras empresas.
[21] Apesar disso, Kroszner e Strahan (2001) evidenciam que nas 500 maiores empresas norte-americanas cerca de 27,2% tinham administradores que trabalhavam para bancos.
[22] De notar que na Alemanha os bancos podem ainda exercer a sua influencia pelo facto de assumirem direitos de votos por representação de acionistas que depositam as suas ações nos bancos.

possibilidade de restringir os direitos de voto limitando os votos dos acionistas a uma determinada percentagem. De salientar ainda que os bancos desempenham um papel muito importante na concessão de crédito, na participação acionista e na presença nos conselhos de administração das empresas nos países continentais.[23]

Neste contexto, Vitols (2005) defende que, na Alemanha, os bancos assumem um papel ativo no governo das empresas não financeiras devido à importância do crédito bancário no seu financiamento, à propriedade acionista dos bancos nessas empresas, ao *proxy voting* de que beneficiam os bancos e à nomeação de gestores do banco como membros dos órgãos sociais dessas empresas. No Japão o governo das empresas é, muitas vezes, organizado em *Keiretsu*, que são grupos diversificados e verticalmente integrados que englobam não apenas fornecedores e clientes, mas também bancos que, muitas vezes, financiam os membros do Keiretsu com os quais têm relações privilegiadas que permitem minimizar a assimetria de informação (Hoshi et al., 1990; Hoshi et al., 1991; Berglöf e Perotti, 1994). Deste modo, com o *Keiretsu* cria-se um mercado de capitais interno em que o relacionamento próximo com estes bancos induz a maior acesso a financiamento e à redução de custos de capital.

No que se refere à estrutura de gestão, tipicamente existem dois órgãos de governo: um dedicado à supervisão e fiscalização, e outro dedicado à administração executiva da empresa. Em geral, integram o órgão de fiscalização e supervisão pessoas ligadas aos principais acionistas e aos bancos.[24] O sistema de incentivos à gestão é em regra pouco relevante e a compensação fixa representa uma parte significativa da remuneração. As empresas cotadas na bolsa de valores também estão sujeitas a elevadas exigências de divulgação de informação, mas o processo de auditoria é controlado de forma indireta pelos acionistas com capacidade de influência.

Dada a importância em controlar as decisões da empresa e assegurar o reembolso do crédito, os bancos credores podem exercer a sua influência através de relacionamento ao nível do *governance*, quer seja assumindo uma posição acionista na empresa quer seja através da nomeação de administradores não executivos. Em ambas as situações o banco

[23] Kaplan e Minton (1994) e Dittmann et al. (2010) evidenciam que 64,7% e 46,0% das empresas nomeiam membros de bancos para os seus conselhos de administração no Japão e na Alemanha, respetivamente.
[24] No caso alemão igualmente integram este órgão representantes dos trabalhadores.

obtém informação que minimiza a assimetria de informação e que se poderá traduzir na concessão de financiamentos com menores *spreads*, ou, em alternativa, a vantagem informacional dos bancos poderá gerar a extração de rendas com a cobrança de maiores *spreads*.[25]

iv) Os Sistemas de Governo e os Custos de Financiamento

A literatura que aborda a relação entre os sistemas de governo e os custos de financiamento é reduzida. Neste contexto, Ferreira e Matos (2012) encontram evidência de que os bancos, em geral, cobram maiores *spreads* a empresas onde ocupam lugares no *board*, mas em períodos de crise económica os bancos parecem cobrar *spreads* mais baixos a essas mesmas empresas. Estes autores evidenciam ainda que as empresas com participação acionista de bancos credores suportam *spreads* mais elevados.

Não obstante a escassez dessa literatura, é expectável que a diferentes sistemas de governo possam corresponder diferentes custos de financiamento. Assim, por exemplo, atendendo a que nos países continentais tende a existir um maior número de bancos representados nos *boards* dos mutuários e supondo que o efeito informacional prevalece sobre o efeito de extração de rendas, é expectável que os mutuários de países continentais sejam chamados a suportar *spreads* inferiores aos de países anglo-saxónicos. Ao invés, caso o efeito de extração de rendas prevaleça, é esperado que os mutuários continentais suportem maiores *spreads*. Ao nível da participação acionista, como existem mais bancos acionistas de empresas nos países continentais, é de esperar que os mutuários originários destes países suportem menores *spreads*.

Além disso, a maior proximidade dos credores bancários no sistema de governo continental permite aos bancos obter informação privilegiada sobre a qualidade dos mutuários e exercer uma função de monitorização da gestão. Uma monitorização mais

[25] Gischer et al. (2007) e Ge et al. (2012) explicam que nos países anglo-saxónicos o objetivo da *governance* é proteger os interesses dos acionistas, ajudando a resolver os problemas de agência entre acionistas e gestores de forma a maximizar o valor para o acionista, os quais são classificados como *shareholder-oriented countries*. Nos países continentais, o objetivo passa por defender os interesses não só dos acionistas, mas também os interesses de outros intervenientes (designadamente os seus trabalhadores), pelo que são *stakeholder oriented countries*.

eficiente dos credores permite também minimizar conflitos de interesse, pelo que é esperado que os mutuários de países com sistema de governo continental tenham de suportar menores custos de financiamento da dívida, pagando menores *spreads*, do que os mutuários de países com sistema de governo anglo-saxónico. Todavia, se for esperado que os credores possam fazer uso da sua vantagem informacional, conquistada pela proximidade e pela monitorização aos mutuários, para extraírem rendas, uma vez mais os mutuários de países com sistema de governo continental deverão pagar *spreads* de taxa de juro superiores aos pagos pelos mutuários de sistema de governo anglo-saxónico.

Acresce, por outro lado, que Sufi (2007) encontra evidência de que perante os problemas de assimetria de informação entre credores e mutuários com menor divulgação de informação, o credor é forçado não só a reter uma maior percentagem do empréstimo e a formar sindicatos mais concentrados, mas também a manter uma relação próxima com o mutuário. Neste caso, dada a proximidade induzir vantagens informacionais para o credor, é esperado que sejam exigidos menores *spreads* de taxa de juro aos mutuários de países com sistema de governo continental. Todavia, por outro lado, Ivashina (2009) defende que este aumento do financiamento por um menor número de credores pode também aumentar a exposição do banco ao risco de crédito (efeito diversificação), pelo que os bancos tenderão a exigir maiores *spreads* aos mutuários de países com sistema de governo continental. Ivashina (2009) conclui que o efeito de assimetria de informação prevalece. Donde, acreditando que o efeito informacional prevalece sobre o efeito de diversificação, é esperado que os mutuários de países com sistema de governo do tipo continental obtenham financiamentos com menores *spreads* de taxa de juro do que os mutuários de países com sistema de governo anglo-saxónico. Ao invés, se prevalecer o efeito de diversificação, é de esperar que os mutuários de países continentais suportem *spreads* mais elevados.

Em suma, não se encontraram estudos que analisassem especificamente a relevância do tipo de sistema de *governance* no custo de financiamento das empresas não financeiras. Todavia, em face das características de um e outro tipo de sistema, é possível que o maior envolvimento e capacidade de influência dos bancos no governo das empresas do sistema continental possa ter um de dois desfechos. Ou provoca uma redução de custos, por força da menor assimetria de informação e da sua maior capacidade para influenciar a vida da

empresa, ou provoca um aumento desses custos pelo aproveitamento da sua capacidade de influência para garantir a concessão de crédito em condições mais gravosas do que as praticadas no mercado (*vide* o que se referiu no sistema financeiro sobre a apropriação das vantagens informacionais pelos bancos). Acreditando na predominância do efeito informativo sobre o efeito expropriativo, será de esperar que as empresas dos países com sistema continental paguem um *spread* de taxa de juro mais baixo do que os mutuários de sistema de *governance* anglo-saxónico. Todavia, se tais efeitos tiverem posições relativas inversas encontrar-se-á, evidentemente, o resultado oposto.

2.3. Análise Preliminar dos Dados

2.3.1. Bases de Dados

O estudo incide sobre empréstimos sindicados de taxa variável. Estes empréstimos são créditos concedidos por conjuntos de credores (sindicatos bancários), e são negociados com (pelo menos) um líder, que recebe uma comissão pelo serviço prestado, e que procura encontrar outros credores dispostos a financiar o mutuário nas condições acordadas.[26] Os empréstimos sindicados - que nos EUA e na Europa se tornaram na principal forma de financiamento das empresas (Miller, 2013; McGavin e Lukatsky, 2013)[27] - são uma alternativa de financiamento intermédia entre os empréstimos bilaterais (típicos do financiamento bancário) e os empréstimos obrigacionistas abertos ao investimento do público (típicos do financiamento em mercado de capitais).

Empréstimos Sindicados

A fonte dos dados dos empréstimos sindicados é a Loan Pricing Corporation's Dealscan da Thomson Reuters (Dealscan), que contém informação sobre as condições contratuais dos empréstimos (designadamente as relativas a *spread*, montante, maturidade, colateral, *covenant* e senioridade), o país do mutuário e o rating de crédito.[28]

A análise cobre o período de 2000 a 2012, inclusive. A unidade estatística do estudo - tal como em Carey e Nini (2007), Qian e Strahan (2007), Santos (2011) e Ferreira e Matos (2012) – é a *tranche* e não a globalidade do programa de financiamento acordado, dado que cada *tranche* apresenta, em regra, características (pelo menos parcialmente) distintas das demais. Doravante utilizar-se-á, indistintamente, as palavras *tranche* e empréstimo para identificar essa unidade estatística.

A amostra utilizada foi limitada a empresas não financeiras e às *tranches* dos empréstimos a taxa variável qualificadas como "completadas" ou "fechadas". Foram ainda excluídas

[26] Armstrong (2003), Gadanecz (2004), Sufi (2007) e Miller (2013) explicam pormenorizadamente o funcionamento dos sindicatos bancários.
[27] Estes autores explicam detalhadamente as diferenças entre estes três tipos de financiamento.
[28] Carey e Nini (2007), Qian e Strahan (2007) e Lin et al. (2011) também utilizam esta base de dados.

as observações relativas a *tranches* em que não existe informação sobre a taxa de juro e seu indexante, nem sobre a maturidade do empréstimo. A amostra final consiste, por isso, em 85 220 *tranches*, correspondentes a 50 658 programas de financiamento, de 25 511 mutuários originários de 122 países.

Outras Fontes de Dados

O estudo utiliza dados de outras fontes. Com o intuito de construir indicadores de desenvolvimento financeiro e de estrutura financeira dos países é utilizada a Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial, a qual permite medir a dimensão, a atividade e a eficiência dos intermediários financeiros e dos mercados. Foram utilizados os dados relativos à versão de novembro de 2013, que permitiu calcular os indicadores para o período de 2000 a 2011, inclusive. Beck et al. (2000, 2009) e Čihák et al. (2012) descrevem e apresentam esta base de dados em pormenor. No que se refere à identificação dos países pelo sistema de *governance* foram utilizados os trabalhos de Schmidt e Tyrell (1997) e Sapir (2006).

São ainda utilizadas outras fontes: a World Development Indicators, do Banco Mundial, permitiu obter o Produto Interno Bruto (PIB) de cada país; das agências de *rating* foram obtidas as informações sobre o *rating* do país do mutuário; da Thomson Reuters Datastream obtiveram-se dados relativos às características financeiras de empresas mutuárias.

2.3.2. Síntese das Condições dos Empréstimos por País

A Tabela 2.1 fornece uma descrição das condições dos empréstimos para cada um dos 48 países dos mutuários com o maior número de empréstimos, os quais representam 98,8% do número de empréstimos e 99,0% do montante dos empréstimos. Deve ser realçado que cerca de 61% das *tranches* de empréstimos são de mutuários com sede nos EUA, que representam 55% do montante de empréstimos da amostra. Este facto é natural dada não só a dimensão da economia norte-americana, mas também a circunstância de neste país os empréstimos sindicados terem uma grande preponderância no financiamento dos agentes económicos. De notar que há 40 países com pelo menos uma centena de

empréstimos. Donde, há um leque muito significativo de países com um número não despiciendo de empréstimos incluídos na amostra.

Os custos médios de financiamento variam entre um máximo de 361 pontos de base, e um mínimo de 84 pontos base. Há, pois, uma significativa amplitude entre os custos médios de financiamento dos diferentes países da amostra, confirmada pelo valor elevado do desvio padrão (*vide* Tabela 2.1), o que torna esta base de dados relevante para estudar a influência das características de cada país no financiamento dos seus agentes económicos através do mercado internacional de empréstimos sindicados.

Note-se que o custo do financiamento do empréstimo (doravante também designado simplesmente por *spread*), corresponde ao campo «*all-in-spread drawn*» da base de dados Dealscan, e respeita ao *spread* cobrado sobre a «Libor» ou sobre a «Libor Equivalent» adicionado de qualquer tipo de comissão anual e/ou comissão inicial (Lin el al., 2011). Por isso esta variável, normalmente utilizada como custo do financiamento, é uma medida do tipo "*tudo incluído*" (*vg*, Bharath et al., 2011).

Os mutuários que, em média, obtiveram financiamentos de maior montante foram os da Suíça (818 milhões de dólares), enquanto os de Taiwan apresentaram o menor montante médio (76 milhões de dólares). Os financiamentos com maior maturidade foram obtidos pelos mutuários de Portugal e Qatar (157 e 141 meses, respetivamente) e os de maturidade mais curta foram contraídos pelas empresas do Japão e das Ilhas Virgens (39 e 40 meses, respetivamente). Assim, também ao nível da dimensão e da maturidade dos empréstimos a base de dados apresenta uma diversidade significativa entre os valores médios apurados para cada país.

Quanto ao nível de notação de risco (*rating*), apenas os mutuários dos Emiratos Árabes Unidos, República Checa, Qatar, Islândia e Eslovénia apresentaram *ratings* médios A- ou A. Para o cálculo desta média consideram-se 14 níveis hierárquicos de *rating*, começando em AAA (correspondente à notação AAA do S&P, Aaa da Moodys e AAA da Fitch), e terminando em LTB3 (Less Than B3) que corresponde ao mais baixo nível de risco de cada uma das agências de rating (inferior a B- do S&P, B3 da Moodys e B- da Fitch). Caso tenha sido atribuída notação de *rating* por mais do que uma agência, considerou-se o *rating* correspondente à notação mais baixa das duas ou três atribuídas.

Tabela 2.1: Condições do Empréstimo por País

Esta tabela contém informação sobre as condições médias de financiamento por país (N=85 220). «*Spread*» é o custo médio dos empréstimos acima do indexante em pontos base e corresponde à variável «*all-in-spread drawn*» da base de dados Dealscan. «Montante» é montante médio dos empréstimos expresso em milhões de dólares. «Maturidade» é o prazo médio dos empréstimos em meses. «Colateral» é a percentagem de empréstimos por país que está garantido por colateral. «*Covenants*» é a percentagem de empréstimos por país que têm restrições (cláusula restritiva) de alguma espécie. «Sénior» é a percentagem de empréstimos que são considerados séniores (isto é, não subordinados). «*Rating*» apresenta o *rating* médio por país. «*Investment*», «*Junk*» e «*Sem rating*» são, respetivamente, a percentagem, para cada país, de empréstimos que beneficiam de *rating* igual a BBB ou superior (classificação *Investment Grade)*, que têm *rating* inferior a BBB (classificação *Junk Grade*) e que não têm *rating* atribuído. Inclui ainda o número médio de credores e de bancos líderes por país (N=85 009).

Países	**N**	**Spread**	**Montante**	**Maturidade**	**Colateral**	**Covenant**	**Sénior**	**Rating**	**Investment**	**Junk**	**Sem Rating**	**Credores**	**Credores Líderes**
EUA	52 404	267,9	240,2	48,1	0,4	0,4	1,00	BB-	11%	27%	62%	6,7	2,8
Reino Unido	3 984	253,6	376,0	78,6	0,4	0,1	0,93	BB	9%	10%	80%	10,5	5,6
Taiwan	3 746	103,4	76,6	60,5	0,5	0,4	1,00	BBB-	0%	0%	99%	14,9	4,1
França	2 813	218,9	376,3	76,7	0,5	0,0	0,95	BBB-	11%	5%	84%	12,6	6,6
Canadá	2 088	248,9	344,3	44,7	0,5	0,2	0,99	BB	17%	29%	54%	7,8	3,3
Alemanhã	1 974	253,4	585,7	74,2	0,5	0,0	0,94	BB	10%	16%	74%	13,4	7,6
Espanha	1 934	186,4	324,4	87,6	0,4	0,0	0,97	BBB-	6%	3%	91%	13,8	7,2
Austrália	1 508	148,0	266,2	76,5	0,2	0,1	0,98	BBB+	19%	1%	80%	12,7	5,3
Japão	1 355	97,6	209,1	38,9	0,1	0,0	0,99	BBB+	30%	6%	64%	7,8	2,0
Hong Kong	1 211	109,7	229,0	50,9	0,2	0,3	0,99	BBB	6%	1%	92%	17,4	7,8
Holanda	1 169	248,2	406,7	71,3	0,4	0,1	0,94	BB-	7%	17%	76%	12,0	6,5
Coreia do Sul	1 128	134,1	118,9	63,6	0,2	0,0	0,98	BBB	4%	2%	95%	8,4	3,3
Itália	988	207,5	496,4	77,9	0,5	0,0	0,96	BB	8%	7%	85%	12,9	6,7
Singapura	669	134,9	218,6	54,8	0,3	0,2	0,99	BBB-	2%	3%	94%	12,9	5,9
Índia	617	360,9	227,3	89,2	0,2	0,1	0,99	BB	4%	5%	91%	13,6	5,0
China	524	155,0	155,2	59,5	0,3	0,2	0,99	BB-	0%	2%	98%	10,9	4,6
México	446	189,2	326,2	54,2	0,1	0,1	1,00	BB+	18%	20%	62%	10,9	6,3
Rússia	431	261,7	543,4	44,9	0,6	0,0	1,00	BB-	8%	38%	54%	14,3	8,0
Suécia	431	226,1	353,0	75,0	0,4	0,0	0,93	BBB-	16%	9%	74%	11,3	6,4
Suiça	409	197,0	818,5	60,9	0,3	0,1	0,97	BB+	21%	10%	69%	17,8	10,2
Brasil	335	232,9	299,3	56,0	0,1	0,0	1,00	BB	11%	19%	70%	10,6	6,1
Bélgica	273	231,2	589,1	71,4	0,4	0,0	0,96	BBB-	10%	8%	82%	13,0	8,0
Indonésia	244	348,1	139,3	59,5	0,2	0,1	0,98	BB-	0%	5%	95%	11,7	5,6
Malásia	231	130,9	187,0	69,4	0,3	0,1	1,00	BB+	3%	1%	96%	10,3	5,1
Noroega	228	203,3	281,7	76,1	0,5	0,0	0,95	BB	8%	7%	84%	9,4	5,0
Tailândia	223	84,4	81,8	78,4	0,2	0,1	1,00	BBB	2%	0%	98%	8,0	3,6
Grécia	207	161,1	192,0	75,3	0,4	0,1	0,97	BB	7%	13%	81%	7,3	3,7
EAU	193	157,9	678,4	84,9	0,3	0,0	0,99	A	18%	3%	79%	14,0	8,5
Filipinas	191	194,7	109,6	66,4	0,2	0,1	1,00	BB-	0%	8%	92%	12,1	5,4
Finlândia	186	176,2	445,4	67,3	0,3	0,0	0,96	BBB-	17%	7%	76%	11,8	7,9
Irlanda	185	220,2	339,7	103,8	0,5	0,2	0,96	B+	5%	34%	61%	11,3	5,7
Luxemburgo	180	268,3	526,7	64,9	0,4	0,1	0,96	BB	18%	30%	52%	13,7	8,3
Chile	160	127,5	238,0	68,1	0,1	0,0	1,00	BBB-	33%	8%	59%	9,9	6,1
Nova Zelândia	152	142,2	259,1	50,5	0,2	0,1	1,00	BBB-	11%	7%	82%	7,9	3,0
Portugal	151	182,2	286,0	157,5	0,7	0,0	0,93	BBB+	13%	1%	87%	9,5	6,9
Dinamarca	147	246,1	521,9	71,4	0,4	0,0	0,90	BB-	12%	29%	59%	12,4	6,5
Bermudas	132	195,0	353,9	57,2	0,6	0,3	1,00	B+	9%	27%	64%	10,8	5,9
Polónia	125	160,9	295,7	78,6	0,4	0,0	0,02	BBB-	15%	10%	74%	5,2	5,1
Turquia	114	248,3	283,2	65,9	0,4	0,0	0,97	BB-	5%	10%	85%	13,0	7,7
Argentina	106	327,1	172,4	44,9	0,2	0,1	1,00	B+	13%	34%	53%	9,6	5,7
África do Sul	99	203,8	417,6	59,0	0,3	0,1	0,97	BB+	13%	1%	86%	14,7	10,3
Ilhas Caimão	90	160,6	459,7	53,6	0,2	0,4	0,97	BBB-	16%	7%	78%	13,3	4,9
Arábia Saudita	90	137,4	711,2	101,2	0,4	0,0	1,00	BBB	3%	2%	94%	15,9	10,0
Hungria	84	193,7	276,0	92,9	0,4	0,0	0,98	BB-	2%	12%	86%	12,6	7,5
República Checa	78	182,3	105,4	65,9	0,2	0,0	0,99	A-	6%	1%	92%	8,1	5,4
Qatar	72	103,7	718,1	140,7	0,4	0,0	0,99	A	21%	0%	79%	20,8	14,1
Ilhas Virgens	60	161,8	170,1	39,6	0,2	0,4	1,00	No rating	0%	0%	100%	14,7	5,3
Áustria	59	213,2	437,3	78,4	0,3	0,1	0,93	BBB	15%	7%	78%	14,4	8,6
Outros	996	253,8	183,9	66,5	0,4	0,0	1,0	BB+	0,0	0,1	0,9	9,5	4,5
Média	85 220	243,8	273,1	55,9	0,4	0,3	0,98	BBB	10,7%	20,0%	69,3%	8,8	3,9
Desvio padrão	85 220	174,9	707,1	36,7	0,5	0,4	0,12		0,31	0,40	0,46	8,6	4,6

De notar ainda que em muitos casos não há *rating* atribuído pelas agências internacionais (S&P, Moodys e Fitch) - constando a percentagem dos empréstimos em que isso acontece em cada país da coluna «*No Rating*» -, que em termos globais a 20% dos empréstimos é atribuída uma notação *Junk Grade* e que 11% dos empréstimos são classificados como *Investment Grade*. A notação de *rating* foi considerada *Junk Grade* se inferior a BBB. Pelo contrário, se a notação de *rating* é igual a BBB ou superior, o empréstimo foi considerado *Investment Grade*.

A Tabela 2.1 igualmente deixa visível que há diferenças significativas entre os valores médios dos países no que respeita à percentagem de empréstimos garantidos com colateral, à percentagem de empréstimos com restrições ou obrigações de comportamento do mutuário (*covenants*), ou quanto à percentagem de empréstimos séniores (e, por oposição, subordinados) colocados.

No que se refere à liderança do sindicato bancário, verifica-se que o número de líderes e de membros também apresenta alguma amplitude. Assim, em média, os empréstimos a mutuários do Qatar, da África do Sul e da Suíça são os que apresentam mais líderes (14,1, 10,3 e 10,2, respetivamente) e mais credores (20,8, 14,7 e 17,8, respetivamente), enquanto os sindicatos no Japão[29] são os que em média têm menos líderes (2), e os países que registam menor número de credores são a Polónia e os EUA (5,2 e 6,7, respetivamente).

Em suma, a Tabela 2.1 mostra que há uma grande variabilidade entre as características médias das condições de financiamento para os diferentes países, o que a torna adequada aos propósitos deste estudo.

2.3.3. Grupos de Países e Síntese das Condições por Grupos de Países

Este estudo visa, como já referido, ajudar a conhecer de que forma o sistema financeiro e o sistema de governo da empresa característicos do país do mutuário influenciam o custo dos empréstimos sindicados. Torna-se necessário, por isso, classificar os países em

[29] Este facto provavelmente reflete a organização empresarial típica no país, caracterizada pela predominância de conglomerados (Keiretsu) que se financiam num contexto de mercado de capitais fechados (*vide*, entre outros, Alves, 2005).

função das suas características relativamente a estes dois tópicos (sistema financeiro e sistema de governo societário).

(i) Classificação dos Países em Função do Tipo de Sistema Financeiro

Para classificar os países em função do seu tipo de sistema financeiro, isto é para distinguir os países com sistema financeiro do tipo baseado no mercado dos países com sistema financeiro do tipo baseado nos bancos, recorreu-se, como base, à metodologia usada por Demirgüç-Kunt e Levine (2001), Beck e Levine (2002) e Levine (2002), aplicando-a em três variantes (adiante identificadas por Tipo I, Tipo II e Tipo III).

(i.1) Metodologia de Base

A metodologia usada em Demirgüç-Kunt e Levine (2001), Beck e Levine (2002) e Levine (2002) consiste em dois passos. Num primeiro passo, é calculado o indicador de Estrutura-Agregada. Este indicador é o primeiro componente principal que resulta da agregação, através da Análise de Componentes Principais, de três outros indicadores/componentes: Estrutura-Atividade, Estrutura-Dimensão e Estrutura-Eficiência. O valor do indicador Estrutura-Agregada é calculado como a média do primeiro componente principal, calculada ano a ano para o período 2000-2011.

Por sua vez, o indicador Estrutura-Atividade, que visa medir o nível relativo de atividade do mercado de capitais, é o logaritmo do rácio entre (1) o valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais a dividir pelo PIB (numerador) e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado a dividir pelo PIB (denominador). Trata-se, pois, de um rácio de rácios, sendo que o rácio do numerador (rácio do valor transacionado) exprime o peso das transações bolsistas face ao PIB (procurando assim capturar o nível e atividade do mercado de capitais) e o rácio do denominador exprime o valor do crédito concedido face ao PIB (rácio do crédito bancário). Assim, quanto maior o valor do indicador Estrutura-Atividade maior é o nível de atividade relativo do mercado de capitais e, consequentemente, mais próximo se está do protótipo do sistema financeiro baseado no mercado.

Por outro lado, o indicador de Estrutura-Dimensão, visa medir a dimensão relativa do mercado de capitais face aos bancos, e é igualmente calculado como um rácio de rácios. O indicador Estrutura-Dimensão é o logaritmo do rácio entre (1) o valor da capitalização bolsista das ações nacionais admitidas à negociação nas bolsas nacionais e o PIB (numerador) e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado a dividir pelo PIB (denominador). Quanto maior o seu valor, maior é a dimensão relativa do mercado de capitais e, novamente, mais próximo se está do protótipo do sistema financeiro baseado no mercado.

Finalmente, o indicador Estrutura-Eficiência é o logaritmo do produto entre (1) o valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais a dividir pelo PIB e (2) o *overhead costs ratio* (isto é, os custos de funcionamento do sistema bancário a dividir pelos ativos totais do sistema bancário). Também aqui, quanto maior o seu valor, mais perto se está do protótipo do sistema financeiro baseado no mercado.

Em face do referido, pode dizer-se, em síntese, que quanto maior o valor do indicador Estrutura-Agregada mais próximo do protótipo de sistema financeiro baseado no mercado é o sistema financeiro do país. Assim, num segundo passo, após a determinação do indicador Estrutura-Agregada, os países são agrupados em duas categorias em função do valor obtido para este indicador, sendo que aqueles que apresentam o valor mais elevado são considerados como tendo um sistema financeiro baseado no mercado, e aqueles que apresentam valores mais baixos são considerados como tendo um sistema financeiro baseado nos bancos.

(i.2) Metodologia Aplicada no Estudo

Tal como anteriormente referido, de modo a assegurar a robustez dos resultados, recorre-se, nos termos que se seguem, a três variantes na classificação dos países em função do seu tipo de sistema financeiro.

- Classificação do Tipo I (Levine)

Num primeiro tipo, recorreu-se aos valores divulgados por Levine (2002), referentes ao período 1980-1995. Neste caso, o cálculo do indicador Estrutura-Agregada é deste autor e o presente estudo limita-se a classificar os países com um indicador acima da mediana

como países com o sistema financeiro baseado no mercado, e os países abaixo da mediana como países com sistema financeiro baseado nos bancos. Por esta via, classificaram-se 48 países, que são os únicos para os quais Levine (2002) apresenta o indicador Estrutura-Agregada. Estes 48 países representam 93% dos empréstimos da amostra.

- Classificação do Tipo II (Levine Atualizado)

No segundo caso, procede-se, num primeiro passo, ao cálculo do indicador Estrutura-Agregada, para os 48 países de Levine (2002), utilizando os dados, para o período 2000-2011, da Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial,[30] que também foram utilizados por Beck et al. (2009) e Čihák et al. (2012).[31] Num segundo passo, os países foram classificados como tendo um sistema financeiro baseado no mercado, se o indicador Estrutura-Agregada tiver um valor superior à sua mediana, e como países com sistema financeiro baseado nos bancos, se o referido indicador apresenta um valor igual ou inferior à mediana.

O confronto da classificação destes 48 países em função da classificação do Tipo I e da classificação do Tipo II permitiu verificar que, dos 48 países considerados em Levine (2002), 32 países (isto é, 2/3) mantêm a sua classificação inicial. Apenas 8 países passam do sistema financeiro baseado no banco para o sistema financeiro baseado no mercado e, consequentemente, outros 8 países deixam de ser classificados como possuindo um sistema financeiro baseado no mercado.

- Classificação do Tipo III

Finalmente, procedeu-se ao cálculo do indicador de Estrutura-Agregada nos (111) países para que existem dados, para o período 2000-2011, da Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Trata-se, pois, do primeiro passo da metodologia de base. No segundo passo, os países foram divididos nos dois grupos em função do seu indicador de Estrutura-Agregada. Aqui o critério usado foi o mesmo da classificação do tipo II. Assim, se o indicador de Estrutura-Agregada era valor superior à mediana dos 48

[30] Base de dados disponível em: http://go.worldbank.org/X23UD9QUX0.
[31] Como na base de dados usada não existem dados para Taiwan e para as Honduras, consideramos que estes países têm um sistema financeiro baseado no mercado e baseado nos bancos, respetivamente, conforme sugerido pelos cálculos de Levine (2002).

países de Levine (calculada nos termos da classificação do tipo II),[32] o país foi considerado como tendo um sistema financeiro baseado nos bancos, se o referido indicador apresentou um valor igual ou inferior à mediana o país em causa foi considerado como tendo um sistema financeiro baseado nos bancos. Por esta via classificaram-se 111 países, conforme Anexo I.

(ii) Classificação dos Países em Função do Tipo de Sistema Governo Societário

Tendo em vista analisar se o sistema de governo das empresas predominante no país do mutuário tem influência nos custos de financiamento através de empréstimos sindicados, os mutuários foram classificados como originários de países com um sistema de governo anglo-saxónico, países com sistema de governo continental ou países com outro tipo predominante de sistema de governo societário.[33]

Para identificar os países com um sistema de governo societário anglo-saxónico e os países com um sistema de governo do tipo continental seguiu-se a classificação de Schmidt e Tyrell (1997) e Sapir (2006). Os demais países foram considerados como tendo outro tipo de governo societário. No total, 6 países, representando 70,8% dos empréstimos, são considerados como tendo um sistema de governo anglo-saxónico, 19 países, representando 14,7% dos empréstimos, foram considerados como «Continental» e os demais países, representando 14,5% dos empréstimos, foram incluídos na categoria residual «Outros».[34] No Anexo I identificam-se os países pertencente a cada um dos grupos.

---

[32] Note-se que se entendeu preferível usar a mediana dos países de Levine (2002), em vez da mediana considerando todos os países constantes da Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial, dado que se considerou que esses 48 países (os mais conhecidos e estudados) proporcionavam melhores condições para definir o protótipo de país baseado no mercado e o protótipo de país baseado nos bancos. Por outras palavras, a mediana dos 48 países classificados por Levine (2002) afigura-se um mais adequado *benchmark* para delimitar o tipo de sistema financeiro de cada país do que a mediana dos 122, dado que muitos destes são países de reduzida dimensão e pouco estudados na literatura da especialidade. Acresce que esses 48 países têm um peso muito mais expressivo na amostra do que os restantes 74 (em número de empréstimos, por exemplo, os primeiros representam 93,50% e os segundos somente 6,50%).

[33] Para a discussão das características de cada um dos sistemas de *corporate governance* ver, entre outros, Alves (2005).

[34] Do total dos empréstimos de países com o sistema financeiro baseado nos bancos, pela classificação do Tipo III, 63,7% são de mutuários de países com sistema de *governance* continental, 5,3% com *governance* anglo-saxónico e 31,0% com outro tipo de governo societário. Dos empréstimos de países com sistema financeiro baseado no mercado, 76,5% são de países com sistema de governo anglo-saxónico, 10,8% apresentam sistema de governo continental, e 12,6% outro tipo de *governance*. Visto pela perspetiva dos

Síntese das Condições por Grupos de Países

O Painel A da Tabela 2.2 permite verificar que, seja qual for o tipo de classificação usado, em média, os mutuários de países com um sistema financeiro baseado nos bancos negoceiam financiamentos com menores *spreads*, montantes mais elevados e de maior maturidade, têm de se sujeitar menos frequentemente a *covenants* e emitem comparativamente menos dívida sénior. Em contrapartida, necessitam mais frequentemente de apresentar colaterais. Trata-se, além disso, de mutuários que apresentam, em média, um menor nível de risco do que os mutuários dos países com sistema financeiro baseado no mercado. Tal deve-se, sobretudo, ao facto de os países baseados no mercado apresentarem uma proporção bastante mais elevada que os demais em empréstimos "*Junk grade*". Donde, pode acontecer que as condições mais favoráveis de financiamento de que beneficiam ao nível do *spread* (e de outras cláusulas contratuais) se deva ao facto de apresentarem um nível médio de *rating* mais elevado. Adiante verificar-se-á, por outras vias, se controlando por estes fatores, ainda assim se verifica divergência entre os custos de financiamento dos mutuários consoante o tipo de sistema financeiros dos seus países.

O Painel A desta tabela permite ver adicionalmente que os mutuários dos países com sistemas financeiros baseados nos bancos apresentam um número de credores mais elevado e mais líderes nos sindicatos bancários. Também aqui, qualquer das classificações do Tipo I, Tipo II ou Tipo III permite obter idênticas conclusões. Donde, esta análise estatística preliminar à análise de regressões indica que há efetivamente diferenças de condições de financiamento para os mutuários de países com sistema financeiro baseado nos bancos comparativamente aos mutuários de países com sistemas financeiros baseados no mercado.[35]

sistemas de governo, dos empréstimos com sistema de governo continental 67,9% são de países com sistema financeiro baseado no mercado. Dos empréstimos do sistema de governo anglo-saxónico 99,4% são de países com sistema financeiro baseado no mercado e apenas 0,6% são de países com sistema financeiro baseado nos bancos. A correlação entre o tipo de sistema de governo societário e o tipo de sistema financeiro pela classificação do tipo III é de apenas 16,8%.

[35] Como forma de testar a robustez dos resultados e analisar o possível enviesamento proporcionado pela amostra em cada uma das classificações, os países foram ainda classificados como baseados no mercado, quando o indicador Estrutura-Agregada tem um valor superior ao terceiro quartil ou baseado nos bancos se apresentar valor inferior ao terceiro quartil. Os resultados apresentados no Anexo II permitem corroborar as conclusões obtidas com base na mediana.

Tabela 2.2: Condições dos Empréstimos por Grupo de Países

Esta tabela fornece os valores médios de cada uma das variáveis relativas às principais condições de financiamento por grupos de países. «*Spread*» é o custo médio dos empréstimos acima do indexante em pontos base e corresponde à variável «*all-in-spread drawn*» da base de dados Dealscan. «Montante» é montante médio dos empréstimos expresso em milhões de dólares. «Maturidade» é o prazo médio dos empréstimos em meses. «Colateral» é a percentagem de empréstimos por país que está garantido por colateral. «*Covenants*» é a percentagem de empréstimos por país que têm restrições (cláusula restritiva) de alguma espécie. «Sénior» é a percentagem de empréstimos que são considerados séniores (isto é, não subordinados). «*Rating*» apresenta o *rating* médio por país. «*Investment Grade*», «*Junk Grade*» e «*Sem Rating*» são, respetivamente, a percentagem, para cada país, de empréstimos que beneficiam de *rating* igual a BBB ou superior, que têm *rating* inferior a BBB e que não têm *rating* atribuído. Inclui ainda o número médio credores e de bancos líderes por país. No Painel A são apresentados os dados para os países classificados como possuindo sistema financeiro baseado nos bancos ou sistema financeiro baseado no mercado. O Painel A.1 usa a classificação disponibilizada em Levine (2002). No Painel A.2 os dados para os mesmos países de Levine (2002) são atualizados com informação referente ao período da amostra. No Painel A.3 são utilizados os dados disponíveis para todos os países da amostra. No Painel B estão os resultados para a classificação dos países em função do modelo de governo societário predominante. Apresentam-se ainda testes às diferenças: o *teste t* testa a hipótese nula de médias iguais entre dois grupos da amostra; o *Wilcoxon/Mann-Whitney* é um teste às semelhanças da distribuição de dois grupos, sendo a hipótese nula constituída pela igualdade dos grupos da amostra em tendência central; o *Kruskal-Wallis* é um teste não paramétrico que permite testar se duas ou mais amostras são independentes; o *Anova F-test* é um teste paramétrico para a igualdade das médias entre mais de dois grupos, sendo a hipótese nula a existência de médias iguais entre mais de dois grupos da amostra. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

Painel A - Tipo de Sistema Financeiro

Painel A.1 - Classificação de Levine - Mediana (Classificação Tipo I)

Países	N	Spread	Montante	Maturidade	Colateral	Covenant	Sénior	*Rating*	Investment	Junk	Sem Rating	Credores	Credores Líderes
Baseados nos Bancos	7 915	217,1	357,2	81,1	0,42	0,03	0,96	BB+	0,09	0,06	0,85	12,6	6,6
Baseados no Mercado	71 299	248,3	259,5	52,7	0,39	0,30	0,99	BB-	0,11	0,23	0,66	8,0	3,4
teste t		***	***	***	***	***	***	***				***	***
Wilcoxon/Mann-Whitney		***	***	***	***	***	***	***				***	***

Painel A.2 - Classificação de Levine Atual - Mediana (Classificação Tipo II)

Países	N	Spread	Montante	Maturidade	Colateral	Covenant	Sénior	*Rating*	Investment	Junk	Sem Rating	Credores	Credores Líderes
Baseados nos Bancos	4 706	228,9	466,1	76,9	0,43	0,04	0,95	BB	0,09	0,13	0,78	12,3	6,7
Baseados no Mercado	74 508	246,2	256,9	54,2	0,39	0,29	0,99	BB-	0,11	0,21	0,67	8,3	3,5
teste t		***	***	***	***	***	***	***				***	***
Wilcoxon/Mann-Whitney		***	***	***	***	***	***	***				***	***

Painel A.3 - Cálculos do Autor - Mediana (Classificação Tipo III)

Países	N	Spread	Montante	Maturidade	Colateral	Covenant	Sénior	*Rating*	Investment	Junk	Sem Rating	Credores	Credores Líderes
Baseados nos Bancos	6 338	219,6	419,6	75,1	0,41	0,05	0,94	BB	0,08	0,12	0,80	12,0	6,5
Baseados no Mercado	78 392	241,6	256,4	54,4	0,39	0,28	0,99	BB-	0,11	0,21	0,68	8,5	3,7
teste t		***	***	***	***	***	***	***				***	***
Wilcoxon/Mann-Whitney		***	***	***	***	***	***	***				***	***

Painel B - Tipo de Sistema de Governo Societário

Países	N	Spread	Montante	Maturidade	Colateral	Covenant	Sénior	Rating	Investment	Junk	Sem Rating	Credores	Credores Líderes
Anglo-Saxónicos	60 321	262,9	253,8	50,9	0,39	0,32	0,99	BB-	0,12	0,25	0,63	7,2	3,1
Continental	12 561	206,5	412,2	73,4	0,40	0,03	0,96	BB+	0,12	0,09	0,79	12,3	6,5
Outros	12 338	160,7	195,7	63,0	0,34	0,19	0,98	BB+	0,05	0,05	0,90	13,0	5,4
Anova F-test		***	***	***	***	***	***	***				***	***
Kruskal–Wallis test		***	***	***	***	***	***	***				***	***
Anglo-Saxónicos vs Continental													
teste t		***	***	***		***	***	***				***	***
Wilcoxon/Mann-Whitney		***	***	***		***	***	***				***	***

No que respeita à divisão dos países em função do seu sistema de governo societário, da análise do Painel B da Tabela 2.2 observa-se que os mutuários de países com modelo de governo societário continental obtêm também empréstimos com melhores condições de financiamento que os anglo-saxónicos. Assim, os mutuários de países anglo-saxónicos, de acordo com esta análise univariada, suportam *spreads* mais elevados, obtêm empréstimos de menor montante e de menor maturidade, e são-lhes impostas mais frequentemente cláusulas restritivas. É ainda evidenciado que os mutuários classificados em países com «Outros» sistemas de governo societário são os que apresentam menores *spreads* e menores montantes de financiamento.

2.3.4. Análise Preliminar do Efeito *Rating*

A Tabela 2.2 deixou claro que os *spreads* médios são significativamente distintos para diferentes grupos de países. Porém, também se viu que outras características dos empréstimos diferem de grupos de países para grupos de países. Pode, pois, acontecer que essa diferença se deva não ao grupo de países a que o país do mutuário pertence, mas a outras características do empréstimo ou do mutuário. A análise multivariada visa esclarecer se assim é ou não. Todavia, ainda num plano preliminar e recorrendo a análise estatística univariada, procura-se verificar se o *rating*, que é provavelmente de entre todas as características aquela que tem mais condições para explicar as diferenças de *spread*, é suficiente para eliminar os efeitos tipo de sistema financeiro e tipo de *governance*.

De facto, os mutuários e os empréstimos, têm características e condicionantes diferentes que se deverão refletir no *spread* da taxa de juro a pagar no financiamento, pois os credores avaliam o risco associado a cada mutuário e a cada empréstimo antes de tomarem a decisão de financiamento. Os juros cobrados estão, por isso, relacionados com o nível de risco do mutuário e com as características do empréstimo (ver entre outros, Polenberg et al., 2010; Miller, 2013). O *rating* de crédito consiste numa medida de risco de incumprimento das responsabilidades assumidas pelos mutuários num determinado empréstimo. Mowat (2013, p.28) esclarece, com efeito, que o *rating* de crédito representa a "*opinião da agência sobre a capacidade do mutuário e sua disposição para cumprir na*

íntegra e atempadamente as obrigações financeiras".[36] Desta forma, e como o *rating* de crédito se baseia nos atributos do mutuário, os fatores específicos das empresas que podem afetar o juro do financiamento, teoricamente, já estarão capturados pelo *rating* de crédito, tal como explicado em Carey e Nini (2007).[37]

A Tabela 2.3 deixa patente que globalmente os mutuários de países com sistema financeiro baseado no mercado suportam um *spread* superior aos de países com sistema financeiro baseado nos bancos. Esta tabela mostra ainda que os mutuários *Sem Rating* atribuído de países com sistema financeiro baseado nos bancos obtêm empréstimos com *spread* mais baixo do que os de países com sistema financeiro baseado no mercado (220 pontos de base versus 247 pontos de base). Donde, ao nível dos empréstimos *Sem Rating*, as conclusões obtidas com a Tabela 2.2 permanecem válidas. Nos vários níveis de notação de risco de crédito dos empréstimos *Investment Grade* e *Junk Grade* verifica-se que os mutuários pagam diferentes *spreads* em função do tipo de sistema financeiro. Nos empréstimos com notação de risco A, AA e AAA (*Investment Grade*) e com notação de risco BB e B (*Junk Grade*) os mutuários de países orientados para os bancos pagam *spreads* superiores, enquanto nos empréstimos com notação de risco CCC, CC, C e D (*Junk Grade*) são os mutuários de países orientados para o mercado que pagam *spreads* superiores.

Além disso, pode ver-se que, para qualquer das categorias de *rating* (*Investment Grade, Junk Grade* e *Sem Rating*), os mutuários de países com sistema de governo da empresa anglo-saxónico têm de suportar *spreads* superiores aos exigidos a mutuários de países continentais.

[36] Tradução do autor. No original: "*corporate credit rating represents the agency's opinion regarding the borrower's relative ability and willingness to meet its financial obligations in full and on time*" (Mowat, 2013, p. 28).

[37] Carey e Nini (2007) explicam adicionalmente que não utilizam rácios financeiros como *proxy* para a qualidade de crédito do mutuário, porque existem dificuldades de ajustamento desses rácios aos diferentes critérios contabilísticos entre os vários países.

Tabela 2.3: Condições dos Empréstimos por Nível de Risco e Classificação dos Países

Esta tabela mostra como o *Spread* dos mutuários varia em função da classificação do país do mutuário (sistema financeiro, com a classificação tipo III; sistema de governo da empresa) e consoante o seu nível de risco (*Investment Grade* - empresas com uma notação de rating BBB ou superior; *Junk Grade* - empresas com uma notação de rating BB ou inferior; *Sem Rating* - empresas sem notação de rating atribuída). Nesta tabela os mutuários com notação de *rating* AA e AAA são agrupados na classificação "AA_AAA" e os mutuários com notação de *rating* D, C e CC são agrupados na classificação "D_C_CC". O *teste t* procura testar a hipótese nula de médias iguais entre dois grupos da amostra; o *Wilcoxon/Mann-Whitney* é um teste às semelhanças da distribuição de dois grupos, sendo a hipótese nula constituída pela igualdade dos grupos da amostra em tendência central. Para testes paramétricos temos: ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais. Para testes não paramétricos temos: +++, ++ e + indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

Notação de *rating*		**Sistema Financeiro**			**Sistema de Governo**			**Total**
	N	**Baseado nos Bancos**	**Baseado no Mercado**		**Anglo-Saxónico**	**Continental**		
N		**6338**	**78392**					
Investment Grade	**9 125**	**87**	**88**	+++	**90**	**68**	*** +++	**88**
AA_AAA	544	71	48	** +	49	32	*** +++	51
A	2727	71	55	*** +	54	54		56
BBB	5854	102	106	+++	108	88	*** +++	106
Junk Grade	**17 055**	**310**	**306**		**312**	**275**	*** +++	**306**
BB	5020	247	225	** +++	233	206	*** ++	226
B	9372	352	322	***	324	320	+++	323
CCC	2042	296	390	*** +++	393	271	*** +++	386
D_C_CC	621	278	438	*** +++	439	307	*** +++	430
Sem *Rating*	**59 040**	**220**	**247**	*** +++	**275**	**220**	*** +++	**244**
Total	**85 220**	**220**	**242**	*** +++	**263**	**206**		**240**

Em suma, a análise da Tabela 2.3 permite concluir que as condições de financiamento pelos mutuários não só dependem o nível de risco avaliado pela notação de *rating*, como também são diferentes consoante a classificação do país do mutuário.

2.4. Análise de Regressão Multivariada

A presente secção destina-se a, recorrendo a análise de regressões, verificar se, controlando por várias dimensões, o tipo de sistema financeiro e/ou o tipo predominante de governo societário do país do mutuário têm alguma relevância na explicação do *spread* praticado em empréstimos sindicados. Para isso construiu-se um modelo base partindo do modelo de Carey e Nini (2007). O modelo base em causa consiste, assim, numa especificação em que a variável dependente é o custo do empréstimo (*Spread*), medido pela variável *All-In-Spread*,[38] e em que se procura controlar pelas variáveis explicativas que incluem as dimensões relativas às características do empréstimo e às características do mutuário (primordialmente as relativas ao risco). Tal como Carey e Nini (2007) incluíram-se[39] no caso base as seguintes variáveis:

- Notações de *rating* atribuídas pelas agências de *rating* aos empréstimos, dado que permitem medir o prémio pago pelos mutuários em função do acréscimo de risco que lhes está associado. Como, *ceteris paribus*, os credores cobram taxas de juro mais elevadas a mutuários com maior risco, é esperado que empréstimos com pior notação de risco de crédito obtenham financiamentos com *spreads* mais elevados.

- Ano em que o financiamento é contraído. *Ceteris paribus*, é esperado um maior risco de crédito nos anos ulteriores de 2007, dada a crise financeira, o custo do financiamento tenderá a ser superior neste período.

- Montante do empréstimo. Nos empréstimos de maior dimensão seria de esperar menores custos de financiamento, o que estaria relacionado com empréstimos a mutuários de maior dimensão, com mais capacidade de acesso ao mercado de capitais. Apesar de empréstimos de maior dimensão poderem significar maior risco de crédito, que se reflete na cobrança de maiores *spreads* (conforme resulta de Stiglitz e Weiss, 1981), Santos e Winton (2008) encontram evidência que os

[38] Para limitar a influência dos *outliers* efetuamos a insonorização (adaptado do original em inglês "winsorization") da variável *spread* a 1% à esquerda e a 5% à direita, conforme Carey e Nini (2007) e Bharath et al. (2011).
[39] Carey e Nini (2007) utilizaram variáveis que não foi possível incluir na análise por não se dispor de dados com tal informação. É esse o caso das alterações no *rating* do mutuário no ano seguinte ao da contratação do empréstimo e da variável que controla as situações de empréstimos a múltiplos mutuários.

mútuos de maior dimensão obtêm menores *spreads*, justificado com as economias de escala associadas à monitorização do empréstimo, pois são as maiores empresas, que são também as mais seguras, a obter os empréstimos de montante mais elevado. Degryse e Van Cayseele (2000) evidenciam que os mútuos de maior dimensão têm colaterais mais frequentemente, pelo que a diminuição do risco de crédito induz o pagamento de menores *spreads* pelos mutuários. Bae e Goyal (2009) evidenciam que as empresas de maior dimensão também obtêm empréstimos de maior dimensão, que por sua vez aumenta com a tangibilidade dos ativos. Evidenciam ainda que a dimensão das empresas está negativamente relacionada com os *spreads*. Bharath et al. (2007) e Bushman et al. (2010) evidenciam que a dimensão do mútuo está positivamente relacionada com a transparência do mutuário e que os mútuos de maior dimensão são normalmente emitidos por mutuários de maior dimensão, que são menos informacionalmente opacos. É, por isso, de esperar que empréstimos de maior dimensão estejam negativamente associados aos *spreads* de financiamento.

- Tipo de empréstimo. Em Carey e Nini (2007) foram considerados os seguintes tipos de empréstimos: «*term loan*» e «*bridge loan*». Nesta dissertação os empréstimos «term loan» foram divididos em função de dois atributos: forma de reembolso e tipo de financiadores. Na realidade, Miller (2013) e Lim et al. (2014) definem os «*term loan A*» como empréstimos com prazo fixo, reembolso progressivo e subscrito por um sindicato bancário. Por outro lado, Lim et al. (2014) definem os restantes «*term loan*» como empréstimos com um único reembolso na maturidade e que são colocados em terceiras entidades. Por fim, Miller (2013) e Ivashina (2005) definem os «*term loan B*», «*term loan C*» e «*term loan D*» como empréstimos sindicados a investidores institucionais. Neste estudo decidiu-se acrescentar a classificação «*revolver line*» (que permite ter uma linha de crédito para usar quando necessário, utilizando o *plafond* conforme as suas necessidades ao longo do ano como se de uma conta à ordem se tratasse) e a classificação «*364 day facility*» (empréstimos de curto prazo, até um ano). Os «*bridge loan*» são empréstimos destinados a financiamento de curto prazo a mutuários e que funcionam como "ponte" para uma venda de ativos, oferta de títulos, oferta de ações ou alienação (muitas vezes fazem parte de um pacote de

financiamento mais amplo). Atendendo à descrição efetuada é de esperar que o tipo de empréstimo possa ter relevância na determinação do custo de empréstimo.

- Em Carey e Nini (2007), foram controladas, quanto aos objetivos, as seguintes categorias: «*takeovers*», «*project finance*», «*CP backup*» e «*ship and air finance*». Aqui, dada a dispersão dos objetivos dos empréstimos integrantes da amostra, decidiu-se verificar a importância de outros objetivos no custo do empréstimo. Nesse sentido, igualmente se "controlaram" os empréstimos para «*acquisition line*», «*capital expenditure*», «*corporate purposes*», «*debt repayment*», «LBO», «*real estate*» e «*working capital*». Desta forma, é de esperar que o objetivo dos empréstimos possa ter relevância na determinação do custo de empréstimo.

- Análise das comissões. Como a base de dados não tem disponível informação sobre as comissões para todas as tranches dos empréstimos, é incluída esta variável com o objetivo de controlar o potencial ruído que a situação poderá provocar na medida de preço (i.e. no *spread*), conforme Carey e Nini (2007). Esse efeito é controlado por uma variável binária que identifica as tranches com informação sobre comissões.

- Mutuários totalmente detidos pelo governo (Estado). É esperado que os mutuários detidos pelo Estado possam obter financiamentos em melhores condições (menor *spread*) por deterem negócios "protegidos" pelo Estado e/ou beneficiarem de garantias ou suporte estatal na contração desses créditos.

- A atividade desenvolvida por mutuários de diferentes setores tem subjacente níveis de risco diferenciados (motivados pela própria atividade operacional e comercial, níveis de investimentos, regulamentação associada ou outros), pelo que é de esperar o setor de atividade do emitente possa ter relevância na determinação do custo do empréstimo.

- A moeda em que o empréstimo é emitido pode igualmente ser relevante para os *spreads* de taxa de juro. No seu estudo, Carey e Nini (2007) ajustaram o *spread* dos contratos de financiamento às taxas de câmbio e concluíram que os seus

resultados não são afetados pelo facto de o *spread* da taxa de juro ter por base diferentes moedas. Estes autores evidenciaram um menor *spread* médio dos empréstimos em outra moeda que não o dólar face aos empréstimos em dólares, mas encontram coeficientes semelhantes nas regressões para determinação dos *spreads*. No entanto, considerando o risco cambial para o próprio devedor, e as inerentes consequências em matéria de risco de crédito, espera-se encontrar uma relação negativa entre o custo do financiamento e a moeda do empréstimo sempre que é a mesma moeda em circulação no país.

- A maturidade do empréstimo pode ter efeitos distintos no *spread* cobrado pois se, por um lado, a imprevisibilidade do risco de crédito aumenta com o prazo, e se com renegociação sucessiva de empréstimos de curto prazo a assimetria de informação se reduz (o que concorre no sentido do *spread* aumentar com o prazo), por outro lado, o financiamento de curto prazo confere um elevado poder de negociação aos bancos que poderá traduzir-se em *spreads* mais elevados. Assim, *ceteris paribus*, é esperado um efeito indefinido para a maturidade nos custos de financiamento.

- Percentagem de líderes do sindicato pertencentes ao país do mutuário e percentagem de membros do sindicato pertencentes ao país do mutuário. O facto de o credor ser do mesmo país do mutuário minimiza o problema informacional. Apesar de Carey e Nini (2007) não encontrarem evidência da localização do mutuário em país diferente do credor ser relevante para o *spread*, Petersen e Rajan (2002) e Degryse e Ongena (2005) evidenciam a importância da distância para a obtenção de informação e, consequentemente, para os custos do empréstimo. Também Giannetti e Laeven (2012) verificam a importância dos bancos domésticos na obtenção de vantagens informacionais nas empresas do seu país, que se refletem nos *spreads* cobrados. Assim, é esperada, *ceteris paribus*, uma relação negativa entre cada uma destas variáveis e o *spread* de taxa de juro.

- Número de membros do sindicato. Quanto maior o número de investidores no sindicato bancário menor é o esforço de cada um na defesa do interesse comum (*free riding problem*). De facto, em sindicatos mais concentrados num número

reduzido de entidades os seus membros investem maiores montantes (e o incumprimento tem uma importância maior face a entidades que investam menores montantes) e, como tal, estão mais interessados em acompanhar a evolução do mutuário. Deste modo, é de esperar que, *ceteris paribus*, um menor número de investidores no sindicato esteja associado à cobrança de maiores *spreads*, pois a sua capacidade de negociação e interesse próprio é superior.

Em adição às variáveis utilizadas no trabalho de Carey e Nini (2007) acrescentaram-se as seguintes ao modelo base:

- Empréstimos obtidos pelos mutuários nos últimos três anos. Os mutuários que nos anos mais recentes tenham obtido financiamento estiveram sujeitos a escrutínio pelas entidades credoras e tal significa que gozam de um efeito positivo de reputação pelo facto de terem, recentemente, merecido crédito. Bharath et al. (2007, 2011) e Santos e Winton (2008) evidenciam que os credores com um relacionamento recente (concessão de empréstimo nos três ou cinco anos anteriores ao atual empréstimo) obtêm vantagens informacionais sobre credores sem relacionamento recente. Desta forma, também os custos de monitorização são mais baixos porque existe menor assimetria de informação e menos necessidade de obtenção de informação. Assim, consistentemente com a evidência de Bharath et al (2007) e de Santos e Winton (2008), é de esperar que, *ceteris paribus*, os mutuários com empréstimos anteriores obtenham financiamentos com menores *spreads*.

- Taxa de referência do empréstimo. Este estudo incide sobre empréstimos a taxa variável, pelo que se torna necessário averiguar a importância de utilizar diferentes taxas de referência. Assim, a escolha do *benchmark* da taxa de juro é um fator que deve ser analisado. Acresce que as recentes manipulações da taxa Libor (Eisl et al., 2014) mostram que a forma de determinação e cálculo dos indexantes pode implicar custos adicionais aos mutuários em favor dos financiadores. Amon e Dorfleitner (2013, p.175) defendem que os indexantes "*Libor e Euribor são as taxas de juro sem risco e podem ser consideradas a parte*

neutral do preço ajustado ao risco".[40] Por tudo isso foi decidido incluir uma variável binária que identifica se o indexante da tranche do empréstimo utiliza como indexante a Libor. Apesar de parecer que os empréstimos com indexante Libor e Euribor são os que terão de suportar menor *spread*, o efeito esperado da variável relativa à taxa de referência do empréstimo nos custos de financiamento é indefinido.

- A existência de *Sponsor* foi igualmente incluída como variável (binária) de controlo. Allen e Peristiani (2007) explicam que existe um problema de seleção adversa, relacionado com o facto de serem os mutuários com maior nível de risco (com dificuldade em obter empréstimos de longo prazo) que necessitam de *sponsors*. Neste sentido, é esperado que, *ceteris paribus*, os mutuários com *sponsors* obtenham empréstimos com *spreads* mais elevados, conforme evidenciam Allen e Peristiani (2007), Santos e Winton (2008) e Ferreira e Matos (2012).

- O *rating* do país do mutuário permite perceber a preponderância do nível de risco do país na taxa de juro cobrada ao mutuário. Bedendo e Colla (2015) evidenciam que, na zona do euro, o aumento nos *spreads* de crédito soberano está associado ao aumento dos *spreads* nas empresas, pelo que a diminuição da qualidade de crédito do país afeta negativamente as empresas. Assim, é expectável que, *ceteris paribus*, quanto menor for o *rating* do país (maior risco de crédito soberano), maior seja o *spread* cobrado ao mutuário.

- O PIB do país permite controlar o efeito dimensão, poder e prestígio do país, das suas empresas e do seu mercado de crédito. Considerando que países de maior dimensão podem proporcionar uma maior confiança dos credores na economia dos mutuários, é de esperar, *ceteris paribus*, uma relação negativa entre o PIB e o custo do financiamento.

- Por fim, foram incluídas as variáveis de segmento de mercado («Investment Grade», «Non Investment Grade», «High Leveraged», «Leveraged»,

[40] Tradução do autor. No original "*Libor and Euribor are riskless interest rates and can be regarded as neutral part of the risk adjusted pricing*" (Amon e Dorfleitner, 2013, p. 175).

«Institutional», «Asset Based», «Merger and Acquisition»), que correspondem à perceção dos analistas de mercado da Dealscan relativamente ao tipo de clientela a que se destina cada um dos financiamentos. É assim de esperar que, *ceteris paribus*, o segmento de mercado possa ter relevância na determinação do custo do empréstimo.

A tabela que se segue descreve estas variáveis, bem como as respetivas fontes.[41]

Tabela 2.4: Descrição das Variáveis do Modelo Base

Variável	Descrição
Variável dependente	
Spread	Corresponde ao *All-in-spread drawn*, que é definido como o montante que o mutuário paga em pontos base acima da LIBOR ou equivalente da LIBOR. ***Fonte***: Dealscan.
Variáveis relativas ao tipo de sistema financeiro e governo	
Estrutura-Agregada	Variável que agrega indicadores da estrutura financeira do país, calculada conforme metodologia de Demirgüç-Kunt e Levine (2001), Beck e Levine (2002), Levine (2002) e Beck et al. (2009). Especificamente, trata-se do primeiro componente principal que resulta da análise em componentes principais dos indicadores Estrutura-Atividade, Estrutura-Dimensão e Estrutura-Eficiência. O indicador Estrutura-Atividade é o logaritmo do rácio entre (1) o valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais a dividir pelo PIB (numerador) e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado a dividir pelo PIB (denominador). O indicador Estrutura-Dimensão é o logaritmo do rácio entre (1) o valor da capitalização bolsista das ações nacionais admitidas à negociação nas bolsas nacionais a dividir pelo PIB (numerador) e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado a dividir pelo PIB (denominador). Finalmente, o indicador Estrutura-Eficiência é o produto do logaritmo entre (1) o valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais a dividir pelo PIB e (2) *overhead costs* ratio (isto é, os custos de funcionamento do sistema bancário a dividir pelos ativos totais do sistema bancário). São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Cálculos do autor.
Mercado	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se o país apresenta um valor para a variável Estrutura-Agregada acima da mediana (neste caso, o país é considerado como tendo um sistema financeiro baseado no mercado pela classificação Tipo III) e um valor 0 em caso contrário (neste caso, o país é considerado como tendo um sistema financeiro baseado nos bancos pela classificação Tipo III). São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Cálculos do autor.
Finanças-Agregada	Variável que agrega indicadores de desenvolvimento financeiro do país, calculada conforme metodologia de Beck e Levine (2002) e Levine (2002). Especificamente, trata-se do primeiro componente principal que resulta da análise em componentes principais dos indicadores Finanças-Atividade, Finanças-Dimensão e Finanças-Eficiência. O indicador Finanças-Atividade é o logaritmo do produto entre o (1) valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado. O indicador Finanças-Dimensão (do mercado de capitais e do mercado bancário) é o logaritmo do produto entre (1) o valor da

[41] No Anexo III apresenta-se uma síntese estatística destas variáveis (bem como de outras que adiante serão introduzidas), quer em termos absolutos, quer dividindo a amostra em função de diferentes grupos de países. No Anexo IV apresenta-se a matriz de coeficientes de correlação entre as diferentes variáveis.

Variável	Descrição
	capitalização bolsista das ações nacionais admitidas à negociação nas bolsas nacionais e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado. Finalmente, o indicador de Finanças-Eficiência do sector financeiro é o logaritmo do valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais a dividir pelos custos de funcionamento do sistema bancário. São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Cálculos do autor.
Desenvolvimento	Variável binária (*dummy*) que é igual a 1 para os países com um valor para a variável Finanças-Agregada acima da mediana e 0 nos demais casos. Os países são considerados mais desenvolvidos financeiramente quando o seu valor para o indicador Finanças-Agregada tem um valor acima da mediana. São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Cálculos do autor.
Anglo-Saxónico	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países com sistemas de governo societário (*corporate governance*) do tipo anglo-saxónico e 0 em caso contrário. Um país é considerado como tendo ou não um sistema de governo societário anglo-saxónico seguindo a classificação de Schmidt e Tyrell (1997) e Sapir (2006). ***Fonte***: Schmidt e Tyrell (1997); Sapir (2006).
Continental	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países com sistemas de governo societário (*corporate governance*) do tipo continental e 0 em caso contrário. Um país é considerado como tendo ou não um sistema de governo societário do tipo continental seguindo a classificação de Schmidt e Tyrell (1997) e Sapir (2006). ***Fonte***: Schmidt e Tyrell (1997); Sapir (2006).
Outros	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países que adotam outros sistemas de *corporate governance* que não o sistema anglo-saxónico ou o sistema continental e 0 em caso contrário (isto é, para os países que apresentam simultaneamente um valor 0 para as variáveis Anglo-Saxónico e Continental). ***Fonte***: Schmidt e Tyrell (1997); Sapir (2006).
Variáveis de controlo do modelo base	
Rating"XXYYYY"	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a notação de risco da tranche é XXYYYY e 0 em caso contrário. No caso de ter sido atribuída notação de *rating* por mais do que uma agência considerou-se a notação mais baixa. Foram considerados 14 níveis de notação de risco, cuja hierarquia é identificada pelos dois primeiros dígitos XX, que por isso variam entre 01 (mais elevada notação de *rating*) e 14 (que corresponde à mais baixa notação de *rating*). Os dígitos YYYY variam entre AAA (correspondente à notação mais elevada das três agências de *rating*, AAA do S&P, Aaa da Moodys e AAA da Fitch), que corresponde ao nível hierárquico 01, e LTB3 (Less Than B3) que corresponde ao mais baixo nível de risco de cada uma das agências de *rating* (inferior a B- do S&P, B3 da Moodys e B- da Fitch) e a que corresponde o nível hierárquico 14. As notações de rating atribuídas pelas agências de notação de risco foram agrupadas. Por exemplo, as notações "AA-", "AA", "AA+" e "AAA" corresponde a classificação «01AA», à notação "A+" corresponde a classificação «02A1» e à notação "A" corresponde a classificação «03A2». ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Rating "No"	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche não foi objeto de notação de risco por nenhuma das agências de *rating* (S&P, Moodys e Fitch) e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Sem Rating	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche não foi objeto de notação de risco por nenhuma das agências de *rating* (S&P, Moodys e Fitch) e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Investment Grade	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche beneficia de notação de *rating* igual a BBB ou superior (correspondente à notação mais baixa das três agências de *rating*) e 0 em caso contrário. Isto é, a variável *Investment Grade* assume o valor 1 se a hierarquia da notação de *rating* usada na construção das variáveis

Variável	Descrição
	RATINGXXYYYY (identificada pelos dois primeiros dígitos XX) está compreendida entre 01 e 07, inclusive, e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Junk Grade	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche beneficia de notação de *rating* inferior a BBB (correspondente à notação mais baixa das três agências de *rating*) e 0 em caso contrário. Isto é, a variável *Junk Grade* assume o valor 1 se a hierarquia da notação de *rating* usada na construção das variáveis RATINGXXYYYY (identificada pelos dois primeiros dígitos XX) está compreendida entre 08 e 14, inclusive, e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Ano 20XX	Ano 20XX é uma variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche tiver sido emitida no ano 20XX e o valor zero caso contrário. Os anos para que foram construídas estas variáveis são 2000 a 2012, inclusive. ***Fonte***: Dealscan.
Montante	Logaritmo do montante de cada tranche do empréstimo expresso em dólares. ***Fonte***: Dealscan.
Maturidade	Prazo (maturidade) da tranche medido em meses. ***Fonte***: Dealscan.
Sponsors	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche beneficia do apoio de um *sponsor* e 0 em caso contrário. A tranche é considerada como tendo o apoio de um *sponsor* quando uma entidade de financiamento (normalmente investidor de *private equity*) com uma participação no capital do mutuário, controla, pelo menos, 20% do capital do mutuário e, portanto, é considerado capaz de influenciar a gestão ou operações da empresa. ***Fonte***: Dealscan.
Moeda País	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a moeda do empréstimo é a moeda do país do mutuário e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Número Membros do Sindicato	Número total de credores membros do sindicato bancário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Líderes do país	Número de líderes do sindicato pertencentes ao país do mutuário a dividir pelo número total de líderes do sindicato. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Bancos do País	Número de membros do sindicato pertencentes ao país do mutuário a dividir pelo número total de membros do sindicato. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Empréstimos Anteriores	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se o mutuário tem pelo menos um relacionamento de empréstimo anterior com o(s) credor(es) durante o período temporal de três anos precedentes à data de ativação do empréstimo atual. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Libor	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se o indexante da tranche é a Libor e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan.
Tipo "XX"	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche é do tipo XX e 0 em caso contrário. São considerados 7 tipos de tranches: *364 day facility*, *bridge*, *revolver line*, *term loan A*, *term loan B-C-D*, *outros term loan* e outros tipos. ***Fonte***: Dealscan.
Objetivo "XX"	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche é tem como objetivo XX e 0 em caso contrário. São considerados 12 objetivos para as tranches: linha de aquisição, investimento, propósitos empresariais, *CP Backup*, reembolso de dívida, LBO, *project finance*, *takeover*, imobiliária, *working capital*, aeronáutica e outros objetivos. ***Fonte***: Dealscan.
Segmento "XX"	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se o segmento da tranche tem como mercado XX e 0 em caso contrário. São considerados 8 segmentos de mercado para as tranches: *investment grade*, *non investment grade*, *high leverage*, *leveraged*, *institutional*, *asset based*, fusões & aquisições e outros segmentos. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Comissões	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche inclui as comissões no preço do *spread* disponibilizado pela base de dados e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan.
Governo Proprietário	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche é concedida a mutuário que é integralmente propriedade do governo e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan.
Setor	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se o mutuário pertence ao setor de atividade XX e 0 em caso contrário. Os mutuários são classificados em 28 setores de atividade. ***Fonte***: Dealscan.

Variável	Descrição
PIB	Logaritmo do Produto Interno Bruto (PIB) do país do mutuário, expresso em dólares. São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: World Development Indicators, Banco Mundial.
***Rating* País**	Notação de *rating* do país do mutuário atribuída pelas agências S&P, Moodys e Fitch, na data anterior mais próxima à data de ativação do empréstimo atual. A variável varia entre 0 e 24, correspondentes aos 24 níveis de notação de risco, sendo que valores mais elevados significam um melhor nível de *rating* (e menor risco). São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: *Rating agencies*.

No que respeita à classificação do país do mutuário, usaram-se várias alternativas que deram origem a diferentes regressões e grupos de regressões. Na secção que se segue apresentam-se as regressões que procuraram indagar se há diferença nos custos de financiamento entre os mutuários de países com sistemas financeiros baseados no mercado e os mutuários de países com sistemas financeiros baseados nos bancos.

O método de estimação adotado foi o Método do Mínimos Quadrados Ordinários (Ordinary Least Squares - OLS) corrigido pelo método de White para a heteroscedasticidade. Também Bharath et al. (2011), Lin et al. (2011) e Ferreira e Matos (2012) utilizaram esta metodologia de estimação.

2.4.1. Tipo de Sistema Financeiro

Para analisar a importância do tipo de sistema financeiro do país do mutuário é, num primeiro exercício, usado o indicador Estrutura-Agregada Tipo III, calculado nos termos descritos na secção 2.3.3, e que consiste no primeiro componente principal agregador da informação contida em três indicadores anteriormente apresentados Estrutura-Atividade, Estrutura-Dimensão e Estrutura-Eficiência. Essa variável (Estrutura-Agregada) – como se viu anteriormente, e de acordo com a literatura (Demirgüç-Kunt e Levine, 2001; Beck e Levine, 2002; Levine, 2002) – apresenta um valor tão mais elevado quanto mais o país em causa se aproxima do paradigma do sistema financeiro baseado no mercado, e tão mais baixo quanto mais o sistema financeiro desse país é baseado nos bancos.

No Painel A da Tabela 2.5 são apresentadas as regressões relativas a este primeiro exercício, tanto considerando a totalidade da amostra, como usando somente uma parte da amostra consoante a situação do empréstimo em termos de *rating* (isto é, calculando

separadamente regressões com base nos empréstimos *Investment Grade*, *Junk Grade* e *Sem Rating*). Em todos os casos é claro que, quanto mais baseado no mercado for o sistema financeiro do país, mais elevados são os *spreads* que os mutuários têm de pagar para obter financiamento. Donde, controlado pelas variáveis do elenco do modelo base, o efeito sistema financeiro do país, que já havia sido indiciado com a análise univariada reportada na secção anterior, subsiste a um nível de significância estatística de 1%.

Este resultado é consistente com a literatura que defende que, num sistema financeiro baseado nos bancos, e comparativamente ao que se passa num sistema financeiro baseado no mercado, os credores financeiros obtêm mais informação sobre os mutuários e sobre os seus projetos de investimento e conseguem avaliar melhor os empréstimos a conceder, pelo que "defendem-se" menos no preço (*spread*)[42]. Este resultado é, pois, consistente com a tese de que existem vantagens informacionais dos bancos comparativamente aos agentes de mercado na monitorização dos mutuários decorrentes de *relationship lending* (Leland e Pyle, 1997; Diamond, 1984 e 1991; Petersen e Rajan, 1994; e Berger e Udell, 1995).[43] Os resultados também evidenciam que, como esperado, os financiamentos obtidos após a recente crise financeira de 2008 são mais caros do que os que se praticavam antes[44] e que os empréstimos concedidos a mutuários com notação de risco *Junk Grade* são, em geral, mais caros que os restantes.[45] [46]

[42] De salientar que os *spreads* mais baixos cobrados aos mutuários podem não resultar da maior eficiência do sistema financeiro orientado para os bancos na minimização da assimetria de informação, mas podem ser o resultado de relações de "promiscuidade" dos bancos com os mutuários, quer seja através da participação na estrutura acionista dos mutuários, quer seja pela nomeação de membros do conselho de administração dos mutuários. De alguma forma estudar-se-á esta hipótese através do sistema de governo, mas dado não se ter tido acesso a dados da estrutura acionista e dos conselhos de administração de cada um dos mutuários, não foi possível testar a validade desta explicação alternativa a nível individual.

[43] Como teste de robustez para analisar o efeito do sistema financeiro é utilizado o indicador de Estrutura-Agregada Tipo I, ou seja, são usados dados dos países disponibilizados em Levine (2002). Os resultados obtidos, não reportados, permitem corroborar as observações relativas ao Painel A da Tabela 2.5.

[44] No Painel 1 do Anexo V são apresentados os resultados do teste para a igualdade dos coeficientes, para as regressões com a amostra total, os quais permitem comparar os custos de financiamento entre os anos, principalmente nos anos próximos da crise financeira.

[45] Note-se, com efeito, que os coeficientes das variáveis *dummy* relativas ao nível de *rating* são mais elevados para notações de *rating* BB ou inferior do que para notações de rating BBB ou superior. Os testes às diferenças entre os coeficientes para os níveis de *rating* são apresentados no Painel 2 do Anexo V.

[46] De salientar ainda que os empréstimos com melhor notação de risco, isto é, "AA" e "AAA" (definidas na variável «01AA»), parecem pagar taxas de juro superiores aos financiamentos com as notações de risco inferior "A-" (variável «04A3»), "A" (variável «03A2») e "A+" (variável «02A1»). Para a variável «02A1» este resultado parecia expectável face aos valores encontrados na estatística descritiva (*vide* Painel B do Anexo III) pois os financiamentos "A+" parecem ser mais baratos que os de melhor nível de risco.

Tabela 2.5: A Importância do Tipo de Sistema Financeiro no Custo do Financiamento

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan, enquanto os dados relativos ao sistema financeiro dos países foram obtidos na Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de *rating* atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas, alternativamente: (i) a «Estrutura-Agregada», indicador do tipo de sistema financeiro do país e que consiste no primeiro componente principal que resulta da agregação dos componentes de Estrutura-Atividade, Estrutura-Dimensão e Estrutura-Eficiência; (ii) «Mercado», que consiste numa variável *dummy* que assume o valor 1 se o sistema financeiro dos países é baseado no mercado pela classificação tipo III e 0 em caso contrário. A definição das variáveis do caso base consta da Tabela 2.4. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

	Painel A				**Painel B**			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-34,2 *	213,9 ***	358,9 ***	-2,8	-61,7 ***	167,6 ***	372,8 ***	-46,8 **
Estrutura-Agregada	13,2 ***	12,3 ***	18,1 **	18,0 ***				
Mercado					44,5 ***	30,9 ***	49,6 ***	47,9 ***
Sponsors	25,6 ***	13,0	2,8	33,4 ***	26,4 ***	8,5	3,5	34,3 ***
Governo Proprietário	-23,1 ***	6,9	-31,1 **	-26,2 ***	-19,1 ***	11,6 **	-44,9 ***	-21,6 ***
Montante	-8,6 ***	-4,9 ***	-12,6 ***	-6,0 ***	-8,5 ***	-4,5 ***	-12,2 ***	-6,2 ***
Maturidade	0,1 ***	0,0	-0,1	0,1 ***	0,1 ***	0,0	-0,1	0,1 ***
Moeda País	-12,0 ***	0,3	-0,4	-12,8 ***	-12,2 ***	0,9	4,5	-14,7 ***
Comissões	26,8 ***	-2,1 *	31,0 ***	20,8 ***	26,6 ***	-2,8 **	30,9 ***	21,2 ***
Empréstimos Anteriores	0,1	-7,9 ***	-6,1 ***	3,8 ***	-0,1	-7,7 ***	-6,4 ***	3,4 ***
Número Membros do Sindicato	-1,0 ***	-0,1 ***	-0,9 ***	-1,5 ***	-0,9 ***	-0,1 **	-0,9 ***	-1,3 ***
Líderes do País	-1,8	0,5	2,7	-2,7	-4,8 **	-3,7	1,8	-6,0 **
Bancos do País	-10,2 ***	-6,3	-19,5 ***	-5,9 **	-5,0 **	-2,0	-19,1 ***	0,8
Libor	-1,3	12,7 ***	-31,9 ***	-3,6 *	-12,1 ***	4,9	-45,3 ***	-14,5 ***
Rating País	-4,2 ***	-1,2 *	6,1 ***	-6,7 ***	-5,6 ***	-2,9 ***	4,2 ***	-8,0 ***
PIB	9,3 ***	-4,6 ***	-7,7 **	10,9 ***	11,1 ***	-1,8 *	-7,0 **	13,2 ***
Objetivo "Acquisition Line"	-32,9 ***	-3,1	-21,9 ***	-40,9 ***	-33,7 ***	-3,1	-21,4 ***	-41,9 ***
Objetivo "Capital Expenditure"	-51,6 ***	7,2	-49,6 ***	-47,7 ***	-52,1 ***	-0,6	-50,3 ***	-47,1 ***
Objetivo "Corporate Purposes"	-28,4 ***	4,1	-30,7 ***	-26,9 ***	-28,7 ***	4,4	-30,4 ***	-27,0 ***
Objetivo "CP Backup"	-18,5 ***	0,4	-29,2 ***	-35,6 ***	-19,1 ***	0,0	-28,0 ***	-35,7 ***
Objetivo "Debt Repay"	-40,8 ***	2,1	-42,0 ***	-36,7 ***	-41,0 ***	2,1	-41,3 ***	-36,8 ***
Objetivo "LBO"	-3,9	132,9 ***	-5,3	-10,3 ***	-3,9	138,8 ***	-5,1	-10,8 **
Objetivo "Project Finance"	-15,6 ***	24,6 ***	-13,3	-4,9	-13,7 ***	27,1 ***	-14,4	-2,5
Objetivo "Real State"	-28,6 ***	-1,9	-23,4	-20,8 ***	-30,2 ***	0,8	-21,9	-21,0 ***
Objetivo "Takeover"	-39,9 ***	-0,7	-15,1 ***	-53,4 ***	-39,0 ***	-0,3	-13,9 ***	-51,6 ***
Objetivo "Working Capital"	-23,5 ***	3,6	-27,1 ***	-19,3 ***	-24,0 ***	3,8	-26,6 ***	-19,9 ***
Objetivo "Ship Air"	-87,9 ***	23,7	-227,6 ***	-71,5 ***	-85,7 ***	23,0	-215,2 ***	-70,2 ***
Tipo "364-Day-Facility"	10,3 ***	-7,9 **	-18,8 **	12,0 ***	12,3 ***	-6,9 *	-18,8 **	13,3 ***
Tipo "Bridge"	132,2 ***	16,0 **	163,5 ***	141,8 ***	135,5 ***	17,0 ***	162,4 ***	145,6 ***
Tipo "Revolver Line"	5,2 ***	-6,7 **	-14,8 ***	10,3 ***	6,8 ***	-5,2	-15,4 ***	11,7 ***
Tipo "Term Loan"	52,3 ***	-1,8	98,9 ***	51,9 ***	54,2 ***	0,6	98,6 ***	53,8 ***
Tipo "Term Loan A"	9,3 ***	13,5 **	-3,5	8,2 ***	11,8 ***	16,4 **	-4,0	10,8 ***
Tipo "Term Loan B-C-D"	-17,3 ***	48,9 *	-36,3 ***	5,7	-15,8 ***	51,8 *	-37,2 ***	7,6 *
Segmento "Investment Grade"	-64,5 ***	3,0	-72,5 ***	-68,9 ***	-68,7 ***	0,1	-72,2 ***	-69,7 ***
Segmento "Non-Invest. Grade"	-30,3 ***	87,4 ***	-38,1 ***	-32,7 ***	-38,2 ***	84,2 ***	-39,4 ***	-39,1 ***
Segmento "High Leveraged"	124,3 ***	-36,7	109,8 ***	130,1 ***	122,1 ***	-39,7 *	109,1 ***	127,6 ***
Segmento "Leveraged"	64,9 ***	74,4 ***	34,6 ***	68,7 ***	70,4 ***	77,1 ***	38,4 ***	75,3 ***
Segmento "Institutional"	81,6 ***	-5,8	88,2 ***	68,1 ***	82,1 ***	-4,9	87,8 ***	68,6 ***
Segmento "Asset Based"	7,6 ***	7,7	-10,5 ***	11,8 ***	6,9 ***	9,4	-10,8 ***	10,9 ***
Segmento "M&A"	13,6 ***	16,3 ***	-7,8 *	26,4 ***	13,4 ***	16,0 ***	-8,6 **	26,4 ***

Tabela 2.5: A Importância do Tipo de Sistema Financeiro no Custo do Financiamento (continuação)

	Painel A				Painel B			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
Rating "02A1"	-19,6 ***	-5,4 **			-18,4 ***	-5,0 *		
Rating "03A2"	-12,5 ***	-0,6			-13,4 ***	-1,6		
Rating "04A3"	-5,7 *	5,9 **			-7,0 **	4,9 **		
Rating "05BBB1"	15,8 ***	19,4 ***			13,4 ***	17,6 ***		
Rating "06BBB2"	30,1 ***	31,8 ***			27,3 ***	29,8 ***		
Rating "07BBB3"	49,8 ***	45,4 ***			47,7 ***	43,5 ***		
Rating "08BB1"	48,6 ***				48,4 ***			
Rating "09BB2"	56,6 ***		26,0 ***		53,8 ***		23,9 ***	
Rating "10BB3"	57,6 ***		39,4 ***		54,6 ***		37,1 ***	
Rating "11B1"	61,4 ***		56,8 ***		58,6 ***		54,9 ***	
Rating "12B2"	64,9 ***		69,1 ***		62,2 ***		67,3 ***	
Rating "13B3"	73,1 ***		76,1 ***		69,7 ***		73,7 ***	
Rating "14LTB3"	113,8 ***		110,9 ***		110,7 ***		108,5 ***	
Rating "No"	53,2 ***				50,2 ***			
Ano 2001	2,1	8,1 ***	9,3 **	0,2	1,3	7,7 ***	8,8 **	-0,9
Ano 2002	17,1 ***	18,1 ***	33,6 ***	14,9 ***	16,4 ***	17,4 ***	32,9 ***	14,3 ***
Ano 2003	21,7 ***	24,0 ***	32,4 ***	20,4 ***	21,4 ***	23,4 ***	32,6 ***	20,0 ***
Ano 2004	18,7 ***	13,7 ***	4,8	27,2 ***	18,2 ***	12,8 ***	5,1	26,6 ***
Ano 2005	12,7 ***	3,9 *	8,4 **	17,3 ***	12,2 ***	2,5	8,7 **	16,6 ***
Ano 2006	6,7 ***	-3,9	-0,2	10,3 ***	6,7 ***	-5,3 **	0,3	10,2 ***
Ano 2007	4,3 **	-1,6	-2,6	9,1 ***	3,9 **	-3,8	-2,1	8,5 ***
Ano 2008	42,8 ***	37,8 ***	63,4 ***	42,4 ***	42,8 ***	34,4 ***	63,2 ***	42,7 ***
Ano 2009	144,2 ***	150,5 ***	171,2 ***	138,1 ***	143,6 ***	147,9 ***	171,4 ***	137,1 ***
Ano 2010	139,5 ***	114,7 ***	149,4 ***	143,3 ***	138,5 ***	112,1 ***	149,9 ***	141,8 ***
Ano 2011	110,5 ***	73,1 ***	116,9 ***	118,5 ***	110,1 ***	70,5 ***	117,3 ***	117,8 ***
Ano 2012	124,1 ***	80,6 ***	140,6 ***	129,9 ***	123,3 ***	77,2 ***	140,8 ***	128,9 ***
Setor	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não
R^2	0,56	0,64	0,55	0,51	0,57	0,64	0,55	0,52
Adi. R^2	0,56	0,63	0,55	0,51	0,57	0,64	0,55	0,52
Número de Observações	80 729	9 063	16 955	54 711	80 734	9 063	16 955	54 716

Da análise à amostra total nota-se ainda que os mutuários sem atribuição de risco de crédito obtêm financiamentos a preços inferiores aos dos mutuários *Junk Grade*, com exceção dos mutuários classificados com notação de *rating* BB1.[47] Provavelmente, tal deve-se ao facto de os mutuários sem notação de risco não terem, em geral, mais risco que os empréstimos *Junk Grade*. Acresce que, dada a sua maior opacidade face a mutuários que são escrutinados pelas agências de *rating*, provavelmente estarão sujeitos a maior monitorização por parte dos bancos financiadores o que igualmente contribuirá para que beneficiem de *spreads* mais baixos (Diamond, 1991; e Bharath et al., 2011).

[47] Para analisar se os coeficientes de cada notação de risco de crédito dos mutuários *Junk Grade* são estatisticamente distintos dos mutuários sem notação de risco foram efetuados testes às restrições lineares dos coeficientes. No Painel 2 do Anexo V são apresentados alguns resultados destes testes, que permitem verificar que os mutuários "08BB1" são os únicos na classe *Junk Grade* que obtêm *spreads* estatisticamente mais baixos que os mutuários *Sem Rating*. Os mutuários *Junk Grade* classificados com a notação de risco de crédito entre "10BB3" e "14Less Than B" obtêm empréstimos com *spreads* de taxa de juro superiores aos mutuários *Sem Rating*.

Da tabela em análise observa-se ainda que os mutuários de empréstimos de maior volume conseguem obter financiamentos com menores *spreads* e que nos empréstimos com maturidade mais longa contraídos pelos mutuários *Sem Rating* são praticados *spreads* mais elevados. Os resultados obtidos para a amostra total e para os empréstimos *Sem Rating* permitem ainda afirmar que são contratados *spreads* mais baixos quando a moeda utilizada é a mesma do país de origem do mutuário, o que estará associado a menores riscos cambiais para o mutuário e para os bancos da sua nacionalidade. Para os mutuários com *rating* (seja este *Investment Grade* ou *Junk Grade*) a moeda do empréstimo não apresenta efeito significativo. No que respeita à taxa de referência, os *spreads* são mais elevados quando a Libor é usada em empréstimos *Investment Grade* e menos elevados para os outros tipos de empréstimos (*Sem Rating* e *Junk Grade*).

Quanto aos membros do sindicato bancário, encontrou-se evidência de uma relação negativa entre o número de membros e o *spread* cobrado, o que está provavelmente relacionado com a partilha dos riscos. Foi encontrada ausência de significância estatística na percentagem de líderes do mesmo país de origem do mutuário, mas obteve-se um efeito negativo da percentagem de membros do país (apenas não significativo no caso dos empréstimos *Investment Grade*). Assim, apenas para os mutuários com *rating* elevado é irrelevante a percentagem de membros do sindicato do seu país. Para todos os demais, quanto maior esta percentagem, menores os *spreads* exigidos aos mutuários, o que pode ser interpretado como um reflexo de maior proximidade e de menor assimetria de informação face aos credores.

Além disso, os credores parecem ser mais exigentes com os mutuários sem notação de risco de crédito quando já tenha existido relacionamento nos três anos anteriores. Neste caso, em consonância com a tese de que mutuários *Sem Rating* têm um relacionamento mais próximo com os credores, estes parecem conseguir extrair vantagem da continuação do relacionamento. Acresce que, provavelmente, a concessão de crédito em circunstância que já exista crédito anterior pode significar um aumento do endividamento do mutuário e, consequentemente, do seu nível de risco. O efeito desta variável é negativo para os que têm *rating*, o que pode ser o reflexo da existência de informação disponível no mercado há muito tempo, e, consequentemente, um melhor conhecimento da situação económica e financeira do mutuário.

Os mutuários detidos pelo Estado (com exceção dos mutuários *Investment Grade*), como esperado, beneficiam de melhores condições no custo do financiamento. Os mutuários sem notação de risco de crédito atribuída e com *sponsors* – investidores importantes para credibilizar as empresas e apoiar no acesso a financiamento – suportam maiores *spreads*, o que é concordante com os resultados de Ferreira e Matos (2012) e Santos e Winton (2008). No que respeita ao nível de risco do país, também como esperado, concluiu-se que quanto melhor for o *rating* do país (menor nível de risco) menor é o *spread* exigido aos seus mutuários. Todavia, os mutuários *Junk Grade* são mais penalizados quando pertencem a países com menor risco de crédito.

Na Tabela 2.5 e no Painel 5 do Anexo V, em termos de objetivos do empréstimo, é evidenciado que os objetivos de «*ship air*» e de «*capital expenditure*» são os que implicam menor *spread*. No tipo de empréstimos constata-se do Painel 3 do Anexo V que os empréstimos «*bridge loan*» e «*term loan*» são os mais caros, e os empréstimos apoiados por investidores institucionais «*term loan B-C-D*» são os mais baratos. Quanto ao segmento de mercado, do Painel 4 do Anexo V verifica-se que as classificações «*high leveraged*», «*institutional*» e «*leverage*» são as que têm *spreads* mais elevados e os segmentos classificados como «*investment grade*» são os que apresentam os *spreads* mais baixos.

No Painel B, em vez do indicador Estrutura-Agregada utiliza-se uma variável binária (*dummy*), denominada "Mercado", que assume o valor 1 se o país apresenta um valor para o indicador Estrutura-Agregada acima da mediana dos países de Levine (2002) e um valor 0 em caso contrário. Isto é, construiu-se uma *dummy* nos termos referidos para a classificação Tipo III dos sistemas financeiros dos países (*vide* secção 2.3.3). Também aqui se conclui que as empresas mutuárias de sistemas financeiros baseados no mercado pagam mais pelo financiamento bancário do que as empresas de países com sistemas financeiros baseado nos bancos.

Em suma, em geral, as variáveis de controlo apresentam os sinais esperados, e doravante não serão objeto de atenção especial, na medida em que o foco deste estudo são as variáveis relacionadas com o tipo de sistema financeiro e o tipo de *corporate governance*.

A Importância do Nível de Desenvolvimento do Sistema Financeiro

Demirgüç-Kunt e Levine (2001) apresentam algumas críticas à classificação dos países em países baseados nos bancos e países baseados no mercado. Estes autores identificam países que sendo classificados como de sistema financeiro baseado nos bancos, simultaneamente apresentam indicadores de desenvolvimento do setor bancário abaixo da média. Ainda segundo estes autores, existem também países classificados como de sistema financeiro baseado no mercado, com níveis de desenvolvimento do mercado financeiro abaixo da média. Esta literatura sugere a importância de analisar e de controlar a influência do nível de desenvolvimento financeiro do país nos custos de financiamento. É isso que passa a ser concretizado, seguindo a metodologia proposta por Beck e Levine (2002) e Levine (2002).

Assim, para esse efeito, procedeu-se ao cálculo de uma medida de desenvolvimento financeiro, o indicador Finanças-Agregada, que é a primeira componente da Análise de Componentes Principais de indicadores de desenvolvimento baseados na atividade, dimensão e eficiência dos sistemas financeiros dos países, calculada como a média da primeira componente principal para cada um dos anos 2000-2011. O indicador de Finanças-Atividade é o logaritmo do produto entre o (1) valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado.[48] O indicador Finanças-Dimensão (do mercado de capitais e do mercado bancário) é o logaritmo do produto entre (1) o valor da capitalização bolsista das ações nacionais admitidas à negociação nas bolsas nacionais e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado. Finalmente, o indicador de Finanças-Eficiência do sector financeiro é o logaritmo valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais a dividir pelos custos de funcionamento do sistema bancário.

Este indicador procura aferir em que medida o sistema financeiro (através de contratos, mercado e intermediários) de um país disponibiliza serviços financeiros aos seus agentes económicos. Desta forma, pode ser analisada a criação de um ambiente para a disponibilização de serviços financeiros, que poderá permitir melhorar as imperfeições

[48] Crédito concedido por todas as instituições intermediárias financeiras. A diferença entre as instituições bancárias tradicionais na Estrutura-Agregada e estas instituições ditas de "intermediárias financeiras" é que estas incluem "*nondeposit money banks*".

de mercado e os custos de transação (Levine, 2002). Os sistemas financeiros mais desenvolvidos podem permitir melhorar o funcionamento dos bancos e dos mercados. Quanto maior o desenvolvimento financeiro dos países, maior é a disponibilidade de serviços que permitem a diversificação do risco e maior é o acesso a serviços financeiros (Reuttner e Glass, 2012). Adicionalmente, o desenvolvimento dos países permite a redução dos custos de transação e a minimização dos problemas de assimetria de informação (Rajan e Zingales, 1998). Isto poderá ter impacto nos custos de financiamento. Neste sentido, tem-se a expectativa de que se os países se caracterizam por um maior nível de desenvolvimento financeiro, os mutuários desses países deverão suportar menores *spreads* (designadamente por força das alternativas que o mercado doméstico lhes proporciona).

Atendendo à elevada correlação (*vide* Anexo IV) existente entre as variáveis «Estrutura-Agregada» e «Finanças-Agregada» (85,6%), não se incluíram as duas variáveis explicativas simultaneamente na mesma regressão.[49] Assim, dado que o efeito das «Finanças-Agregadas» pode estar a ser captado, pelo menos em parte, pelo efeito da «Estrutura-Agregada», a variável «Finanças-Agregada» foi ortogonalizada para que esse efeito seja controlado. Assim, no Painel A da Tabela 2.6 confirma-se a relação positiva da «Estrutura-Agregada» com o *spread* da taxa de juro e encontra-se, como esperado, evidência de que o desenvolvimento financeiro dos países (medido pelos resíduos da ortogonalização das «Finanças-Agregada»,[50] isto é, medido pela variável «Desenvolvimento Ortogonal»[51]) influencia negativamente os *spreads* nos empréstimos sindicados.

[49] De salientar que do Painel A do Anexo VI se constata que quanto mais desenvolvido é o sistema financeiro menores são os custos de financiamento sindicado nos mutuários *Investment Grade e No Rating*, enquanto nos mutuários *Junk Grade* a variável «Finanças-Agregada» não é estatisticamente significativa. De facto, considerando apenas a amostra dos mutuários com maior nível de risco verifica-se que o coeficiente para o desenvolvimento financeiro não é estatisticamente distinto de zero, o que significa que o *spread* destes mutuários não está relacionado com o nível de desenvolvimento financeiro do país. No Painel B do Anexo VI o desenvolvimento financeiro é analisado por grupo de países orientado para o mercado e os resultados também indiciam que os mutuários de países financeiramente mais desenvolvidos pagam *spreads* de taxa de juro mais baixos nesta amostra.

[50] A variável «Desenvolvimento Ortogonal» é formada pelos resíduos da estimação da regressão para variável dependente «Finanças-Agregada», com a seguinte especificação: Finanças-Agregada = $\beta_0 + \beta_1 *$ Estrutura-Agregada + ε.

[51] O «Desenvolvimento Ortogonal» é a variável relativa ao indicador do nível de desenvolvimento financeiro do país, medido pelos resíduos da ortogonalização da variável «Finanças-Agregada», que consiste no primeiro componente principal dos indicadores de desenvolvimento da atividade, dimensão e

Tabela 2.6: A Importância do Nível de Desenvolvimento do Sistema Financeiro no Custo do Financiamento

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan, enquanto os dados relativos ao sistema financeiro dos países foram obtidos na Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de *rating* atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas, alternativamente: (i) a «Estrutura-Agregada», indicador do tipo de sistema financeiro do país e que consiste no primeiro componente principal que resulta da agregação dos componentes de Estrutura-Atividade, Estrutura-Dimensão e Estrutura-Eficiência; (ii) o «Desenvolvimento Ortogonal», indicador do nível de desenvolvimento financeiro do país, medido pelos resíduos da ortogonalização da variável «Finanças-Agregada», que consiste no primeiro componente principal dos indicadores de desenvolvimento da atividade, dimensão e eficiência dos países; (iii) «Desenvolvimento» é variável *dummy* que assume o valor 1 para os países com um indicador «Finanças-Agregada» acima da mediana e 0 em caso contrário. A definição das variáveis do caso base consta da Tabela 2.4. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

	Painel A				**Painel B**			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-116,0 ***	130,4 ***	343,5 ***	-84,6 ***	-133,2 ***	188,2 ***	426,5 ***	-100,6 ***
Estrutura-Agregada	20,8 ***	14,2 ***	18,0 **	27,9 ***	25,5 ***	15,0 ***	15,1 **	31,3 ***
Desenvolvimento Ortogonal	-82,5 ***	-38,5 ***	-9,8	-89,0 ***				
Desenvolvimento					-87,6 ***	-14,1 **	29,7 *	-96,5 ***
Sponsors	25,4 ***	11,3	2,8	33,0 ***	25,9 ***	13,4	2,8	33,8 ***
Governo Proprietário	-40,0 ***	-0,4	-33,7 **	-39,7 ***	-42,8 ***	4,0	-24,0	-45,7 ***
Montante	-8,8 ***	-5,4 ***	-12,6 ***	-6,3 ***	-8,8 ***	-4,9 ***	-12,6 ***	-6,4 ***
Maturidade	0,1 ***	0,0	-0,1	0,1 ***	0,1 ***	0,0	-0,1	0,1 ***
Moeda País	-5,2 **	3,0	0,1	-5,2 **	-7,4 ***	0,9	-1,3	-7,3 ***
Comissões	26,5 ***	-2,0 *	31,1 ***	20,0 ***	26,3 ***	-2,1 *	31,1 ***	19,7 ***
Empréstimos Anteriores	0,9	-7,5 ***	-6,0 ***	4,4 ***	0,6	-7,8 ***	-6,1 ***	4,3 ***
Número Membros do Sindicato	-1,0 ***	-0,2 ***	-0,9 ***	-1,5 ***	-1,0 ***	-0,2 ***	-0,9 ***	-1,5 ***
Líderes do País	-2,8	-0,7	2,8	-3,9	-3,2	0,4	2,7	-4,9 *
Bancos do País	-9,6 ***	-5,3	-19,4 ***	-5,7 *	-10,4 ***	-6,2	-19,6 ***	-6,4 **
Libor	-3,5 **	12,4 ***	-32,0 ***	-6,0 ***	-5,8 ***	12,2 ***	-31,0 ***	-8,5 ***
Rating País	3,4 ***	2,5 ***	7,2 ***	1,2 **	1,6 ***	-0,3	3,8 **	-0,5
PIB	6,1 ***	-4,7 ***	-8,0 **	7,4 ***	10,9 ***	-4,1 ***	-9,1 ***	12,5 ***
Rating	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Tipo do empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Objetivo do empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Segmento de mercado	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R^2	0,57	0,64	0,55	0,52	0,57	0,64	0,55	0,52
Adj. R^2	0,57	0,64	0,55	0,52	0,57	0,63	0,55	0,52
Número de observações	80 729	9 063	16 955	54 711	80 729	9 063	16 955	54 711

eficiência dos países. São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. Fonte: Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Cálculos do autor.

Parece evidente que, independentemente do sistema financeiro se basear no mercado ou nos bancos, os países financeiramente mais desenvolvidos proporcionam o acesso a empréstimos com *spreads* mais vantajosos. A exceção é a relação sem significância estatística entre o nível de desenvolvimento financeiro e o *spread* nos mutuários *Junk Grade*. Para estes mutuários o nível de desenvolvimento do sistema financeiro – ao contrário do que se passa com o tipo de sistema financeiro - não parece relevante para a determinação do custo do financiamento.

Adicionalmente, no Painel B inclui-se a variável «Estrutura-Agregada» e uma variável binária («Desenvolvimento») que assume o valor um se país do mutuário apresenta um indicador desenvolvimento financeiro (variável «Finanças-Agregada») acima da mediana e zero em caso contrário. Os resultados deste painel permitem corroborar as conclusões anteriores e concluir que, mesmo controlando pelo nível de desenvolvimento financeiro, quanto mais próximo do protótipo de país com sistema financeiro baseado no mercado, mais elevado é o *spread* exigido aos mutuários. Por sua vez, os coeficientes da variável «Desenvolvimento» são todos negativos, com exceção do caso dos mutuários *Junk Grade*. Donde, é notório que, controlando o efeito tipo de sistema financeiro, quanto maior o nível de desenvolvimento do país menor o *spread* exigido (o que é consistente com a literatura internacional), com exceção do caso dos mutuários de maior risco a quem são exigidos *spreads* mais elevados nos países com valores mais elevados para a variável «Desenvolvimento». Donde, pode concluir-se que, nos países com maior nível de desenvolvimento financeiro, se penalizam menos os devedores, com exceção dos devedores de risco mais elevado (*Junk Grade*).

Em suma, esta tabela deixa claro que os mutuários de países com sistemas financeiros mais baseados no mercado são demandados a suportar *spreads* mais elevados do que os mutuários de países com sistemas financeiros baseados nos bancos, sendo esta exigência parcialmente atenuada no caso dos países com sistemas financeiros mais desenvolvidos, com exceção do caso dos mutuários *Junk Grade* que são acrescidamente penalizados nestes países.

2.4.2. Tipo de Governo Societário

Os protótipos de sistemas de governo das sociedades que permitem reduzir os problemas decorrentes da separação entre a propriedade e a gestão são divididos em dois: *sistema continental* e *sistema anglo-saxónico* (Franks e Mayer, 1997; Schmidt e Tyrell, 1997; Shleifer e Vishny, 1997; e Franks e Mayer, 2001). Schmidt e Tyrell (1997), Cuervo (2002), Cernat (2004) e Alves (2005) apresentam detalhadamente as principais características dos dois sistemas de governo. Em termos sintéticos, esta literatura indica que o sistema anglo-saxónico é um sistema orientado para o mercado, em que os detentores de capital estão predominantemente dispersos, os principais acionistas são muitas vezes investidores institucionais e existe um grande e profundo mercado de capitais. O sistema continental, por sua vez, é um sistema baseado nos bancos, mais orientado para as relações de longo prazo da empresa – e no quadro da empresa, isto é, internas – com os seus acionistas e financiadores, e também é conhecido como *insider control system*. A propriedade está predominantemente concentrada, existindo normalmente acionistas maioritários ou pelo menos acionistas com posições no capital que lhes permitem exercer grande influência e controlo sobre a vida das empresas. Ora, estando a propriedade controlada nas mãos de famílias, bancos, outras empresas ou no governo, o mercado de capitais é em geral estreito, pouco profundo e ilíquido. Uma outra diferença relevante entre os dois sistemas de governo tem a ver com a forma como se estruturam os órgãos de decisão e de supervisão. Assim, enquanto no sistema anglo-saxónico em geral existe um único órgão (*board of directors*), no sistema continental existem dois órgãos: um órgão de supervisão (*supervisory board*) e um órgão de administração executiva (*management board*).

Há, pois, profundas diferenças entre a forma como as empresas são predominantemente governadas nos países caracterizados por um e pelo outro sistema. Essas diferenças poderão levar a que os custos de financiamento sejam distintos para os mutuários de cada um dos grupos de países. Em particular, e em consonância com os resultados obtidos na secção anterior, espera-se que os mutuários dos países que adotam o sistema continental apresentem *spreads* mais baixos. Com efeito, no caso de o credor obter poder ao nível do *governance* da empresa mutuária, através de uma posição acionista ou nomeando um administrador não executivo (assento no *board*) na empresa, obtém vantagens

informacionais que minimizam a assimetria de informação e os custos com a produção dessa informação são mais baixos. Nos países com sistema de governo continental tende a existir um maior número de relações deste tipo. Noutra perspetiva, como no sistema de governo continental existe uma maior proximidade entre os credores e os mutuários que facilita o *relationship lending* e o relacionamento de longo prazo, os credores obtêm, também por esta via, informação privilegiada sobre a qualidade dos mutuários e exercem a função de monitorização com maior facilidade e menores custos. Por outro lado, os financiamentos com mais problemas de assimetria de informação requerem que o credor retenha uma maior percentagem do empréstimo e a formação de sindicatos mais concentrados que permita manter uma relação de proximidade com o mutuário. Este tipo de situação é mais provável em países com um sistema de governo do tipo continental. Como tal, dado o efeito informacional positivo nos mutuários de países com sistema de governo continental, é esperado que estes suportem *spreads* mais baixos. Todavia, existe o risco de as vantagens informacionais serem captadas apenas pelos credores que conseguem extrair rendas dos mutuários cobrando taxas de juro mais elevadas.

Tendo em vista testar esta hipótese, analisam-se as diferenças no preço dos financiamentos entre os mutuários de países com sistema de governo anglo-saxónico e os mutuários dos países com sistema de governo continental. Isto é, estuda-se, como referido, a hipótese de *ceteris paribus* mutuários oriundos de países com diferentes sistemas de governo societário, suportarem custos de financiamento distintos.

Tal como explicado na secção 2.3.3, para identificar os países com um sistema de governo societário anglo-saxónico e os países com um sistema de governo do tipo continental seguiu-se a classificação de Sapir (2006) e Schmidt e Tyrell (1997). Os demais países foram considerados como tendo outro tipo de governo societário.[52]

O Painel A da Tabela 2.7 evidencia que os mutuários dos países do sistema anglo-saxónico suportam *spreads* mais elevados do que os dos demais países (isto é, do que os mutuários dos países de sistema continental e dos outros), quer quando considerada a totalidade da amostra, quer quando esta é seccionada em função dos grupos de *rating*. Em todos os casos o coeficiente da variável binária que identifica este tipo de países apresenta

[52] Vide no Anexo I a lista de países incluídos em cada um dos grupos.

um valor positivo e estatisticamente distinto de zero com um nível de significância de 1%. O Painel B, por sua vez, confirma que os mutuários dos países com um sistema de governo do tipo continental suportam *spreads* mais baixos do que os demais. Uma vez mais, esses resultados são válidos, quer para a totalidade da amostra, quer para a cada uma das subamostras baseadas no *rating*.

Os Painéis A e B evidenciam, pois, em termos robustos, que se praticam *spreads* mais elevados nos países com sistemas de governo anglo-saxónicos e *spreads* mais baixos nos países com sistemas de governo do tipo continental. Estes resultados são válidos, quer para a totalidade da amostra, quer quando consideradas as diferentes subamostras. Em certa medida, dado que os países continentais são principalmente os países da Europa Ocidental e o principal país anglo-saxónico é os EUA, os resultados parecem confirmar os resultados de Carey e Nini (2007) e Houston et al. (2012), de que os financiamentos são mais baratos na Europa do que nos EUA.

Por sua vez, o Painel C.1 torna claro que estes resultados não se devem ao tipo de sistema financeiro. De facto, mesmo controlando pelas variáveis «Estrutura-Agregada» e «Finanças-Agregada» (neste caso ortogonalizada), os sinais dos coeficientes das variáveis «Anglo-Saxónico» e «Continental» mantêm-se em todas as regressões, com exceção da subamostra *Junk Grade* para a variável «Continental». Todavia, os resultados no Painel C.2 permitem concluir que os mutuários dos países com sistemas de governo continental são chamados a suportar *spreads* mais baixos que os demais, mesmo os mutuários que apresentam maior nível de risco (*Junk Grade*).

De facto, controlando pelo sistema financeiro, os mutuários dos países com sistema de governo «Anglo-Saxónico» suportam custos de financiamento mais gravosos que os demais (isto é, do que os dos países continentais ou outros). Os resultados do Painel C.1 também corroboram os resultados da Tabela 2.6, de que o sistema financeiro orientado para o mercado e o nível de desenvolvimento do sistema financeiro[53] estão positiva e negativamente, respetivamente, relacionados com os *spreads*.

[53] No Anexo IV observa-se uma correlação entre as variáveis «Estrutura-Agregada» e «Finanças-Agregada» com as variáveis relativas ao sistema de governo não excessivamente elevada (máximo de 77%), atendendo à dimensão da amostra.

Tabela 2.7: A Importância do Sistema de *Governance* no Custo do Financiamento

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan, enquanto os dados relativos ao sistema financeiro dos países foram obtidos na Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Os países foram classificados no sistema de *governance* seguindo Schmidt e Tyrell (1997) e Sapir (2006). O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de *rating* atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas, alternativamente: (i) a «Anglo-Saxónico», identifica o tipo de sistema financeiro anglo-saxónico do país e consiste numa variável binária *dummy* que assume o valor 1 para os países com sistemas de governo societário (*corporate governance*) do tipo anglo-saxónico e 0 em caso contrário; (ii) a «Continental», identifica o tipo de sistema financeiro continental do país e consiste numa variável binária *dummy* que assume o valor 1 para os países com sistemas de governo societário (*corporate governance*) do tipo continental e 0 em caso contrário; (iii) a «Estrutura-Agregada», indicador do tipo de sistema financeiro do país e que consiste no primeiro componente principal que resulta da agregação dos componentes de Estrutura-Atividade, Estrutura-Dimensão e Estrutura-Eficiência; (iv) «Desenvolvimento Ortogonal», indicador do nível de desenvolvimento financeiro do país, medido pelos resíduos da ortogonalização da variável «Finanças-Agregada», que consiste no primeiro componente principal dos indicadores de desenvolvimento da atividade, dimensão e eficiência dos países; (v) variáveis dinâmicas que procuram captar o efeito da interação entre as variáveis para o tipo de sistema de *governance* e a variável «Estrutura-Agregada». São ainda apresentados testes para verificar se os coeficientes de cada uma das variáveis *dummy* para o sistema de *governance* são estatisticamente diferentes entre si, sendo na hipótese nula testada a igualdade entre os respetivos coeficientes. Painel C.2. e Painel D.2. apresentam os resultados para o *Wald test*, que mostra se os referidos coeficientes são estatisticamente iguais ou não. A definição das variáveis do caso base consta da Tabela 2.4. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

Tabela 2.7: A Importância do Sistema de *Governance* no Custo do Financiamento (continuação)

	Painel A				**Painel B**				**Painel C.1**				**Painel D.1**			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	147,9 ***	232,9 ***	386,6 ***	179,0 ***	-52,5 ***	102,6 ***	156,8 ***	-23,5	144,7 ***	179,6 ***	661,6 ***	152,5 ***	209,6 ***	207,5 ***	781,9 ***	209,3 ***
Estrutura-Agregada									19,7 ***	7,2 **	20,4 ***	25,1 ***	16,8 ***	0,7	6,5	21,5 ***
Desenvolvimento Ortogonal									-79,5 ***	-33,4 ***	-54,4 ***	-83,9 ***	-72,6 ***	-30,1 ***	-36,2 ***	-77,4 ***
Anglo-Saxónico	69,6 ***	38,8 ***	84,3 ***	71,2 ***					58,1 ***	18,5 ***	137,4 ***	49,7 ***	32,6 ***	-0,8	79,6 ***	27,1 ***
Continental					-45,4 ***	-36,2 ***	-64,5 ***	-47,4 ***	-16,6 ***	-22,7 ***	50,4 ***	-26,9 ***	-3,6	-27,9 ***	53,5 ***	-17,4 ***
Anglo-Saxónico * Estrutura-Agregada													29,8 ***	22,2 **	66,6 ***	26,0 ***
Continental * Estrutura-Agregada													-14,7 ***	7,7	-11,3	-10,1 *
Sponsors	26,4 ***	7,0	3,2	34,2 ***	26,3 ***	7,1	3,2	34,2 ***	26,0 ***	5,6	3,0	33,6 ***	25,9 ***	5,1	3,2	33,5 ***
Governo Proprietário	-26,2 ***	9,9 *	-16,4	-38,0 ***	-31,0 ***	6,7	-29,3 *	-40,7 ***	-34,2 ***	3,4	-24,9 *	-38,1 ***	-34,5 ***	3,2	-19,2	-39,9 ***
Montante	-8,4 ***	-4,6 ***	-11,9 ***	-6,0 ***	-8,3 ***	-4,4 ***	-12,0 ***	-5,8 ***	-8,7 ***	-5,0 ***	-12,0 ***	-6,4 ***	-8,7 ***	-5,0 ***	-11,8 ***	-6,3 ***
Maturidade	0,0 **	0,0	-0,1	0,1 ***	0,1 ***	0,0	-0,1	0,1 ***	0,1 ***	0,0	-0,1	0,1 ***	0,1 ***	0,0	-0,1	0,1 ***
Moeda País	-15,5 ***	-3,0	2,9	-18,2 ***	-11,1 ***	-0,7	5,9	-12,6 ***	-9,8 ***	0,1	2,9	-11,4 ***	-11,4 ***	0,2	2,0	-12,8 ***
Comissões	26,2 ***	-2,9 **	29,8 ***	20,2 ***	26,0 ***	-3,3 ***	31,1 ***	20,8 ***	26,1 ***	-3,0 **	29,5 ***	19,3 ***	25,8 ***	-3,0 **	28,8 ***	19,3 ***
Empréstimos Anteriores	0,3	-7,1 ***	-6,8 ***	3,8 ***	0,2	-7,3 ***	-6,5 ***	3,7 ***	0,9	-6,7 ***	-6,5 ***	4,2 ***	1,0	-6,7 ***	-6,3 ***	4,2 ***
Número Membros do Sindicato	-0,8 ***	0,0	-0,8 ***	-1,2 ***	-0,9 ***	-0,1	-0,8 ***	-1,3 ***	-0,8 ***	0,0	-0,8 ***	-1,2 ***	-0,8 ***	0,0	-0,8 ***	-1,1 ***
Líderes do País	-8,4 ***	-6,1 *	0,9	-9,9 ***	-5,2 **	-4,8	1,9	-6,4 **	-9,4 ***	-6,7 **	0,3	-10,8 ***	-9,5 ***	-6,6 **	0,1	-10,9 ***
Bancos do País	-5,3 **	-0,7	-19,1 ***	-0,4	-4,9 *	-0,8	-18,8 ***	0,5	-6,1 **	0,3	-19,3 ***	-1,5	-6,1 **	0,1	-19,6 ***	-1,5
Rating País	-7,2 ***	-3,6 ***	1,1	-9,3 ***	-2,7 ***	-0,4	7,2 ***	-4,9 ***	-1,9 ***	0,2	1,5	-3,5 ***	-2,3 ***	0,0	0,4	-3,8 ***
PIB	4,8 ***	-3,3 ***	-5,3 **	6,2 ***	9,9 ***	-0,3	0,3	11,4 ***	0,6	-4,1 ***	-17,8 ***	2,6 ***	-1,4	-4,9 ***	-20,8 ***	0,8
Libor	-20,9 ***	1,9	-54,4 ***	-23,1 ***	-13,9 ***	0,5	-49,3 ***	-15,8 ***	-22,7 ***	1,3	-55,9 ***	-25,6 ***	-24,8 ***	0,3	-60,4 ***	-27,4 ***
Rating	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Tipo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Objetivo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Segmento de Mercado	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R^2	0,57	0,65	0,56	0,52	0,56	0,65	0,55	0,52	0,58	0,65	0,56	0,53	0,58	0,65	0,56	0,53
Adj. R^2	0,57	0,64	0,56	0,52	0,56	0,64	0,55	0,52	0,57	0,65	0,56	0,53	0,58	0,65	0,56	0,53
Número de Observações	81 033	9 077	17 012	54 944	81 033	9 077	17 012	54 944	80 729	9 063	16 955	54 711	80 729	9 063	16 955	54 711
									Painel C.2				**Painel D.2**			
Anglo-Saxónico vs Continental									35,9 ***	14,6 ***	11,7 ***	31,6 ***	7,3 ***	3,8 ***	1,9 *	7,6 ***
Anglo-Saxónico* Estrutura vs Continental*Estrutura													8,4 ***	1,9 *	4,8 ***	5,8 ***

A única variável que muda de sinal é a variável *Continental* quando está em causa a amostra dos empréstimos *Junk Grade*. De facto, controlando pelo tipo de sistema financeiro e pelo seu nível de desenvolvimento, constata-se que os emitentes de mais elevado risco de crédito são penalizados, quer no mundo anglo-saxónico, quer no espaço continental. Todavia, comparando os coeficientes das variáveis «Anglo-Saxónico» (mais elevado) e «Continental» (mais reduzido), bem como analisado o teste à sua diferença (Painel C.2) contata-se que também este tipo de mutuários é muito mais penalizado no universo anglo-saxónico do que no universo continental.

No Painel D.1 acrescenta-se uma análise dinâmica do sistema financeiro com o sistema de *governance*. Aí se vê que, por um lado, nos países com sistema de *governance* anglo-saxónico, quanto mais o sistema financeiro for orientado para o mercado, mais elevados são os *spreads* pagos. Por outro lado, nos países com sistema de *governance* continental, quanto mais o sistema financeiro for orientado para o mercado menores são os *spreads* pagos. Estes efeitos permanecem na subamostra *Sem Rating*, relativa aos mutuários sobre os quais há mais problemas de natureza informacional, para os quais os bancos exigem menores *spreads* quanto mais o seu sistema financeiro for orientado para o mercado. Nas restantes subamostras, quando o tipo de sistema de governo é continental o tipo de sistema financeiro não afeta de forma estatisticamente significativa o *spread* dos empréstimos, mas mantém-se o efeito positivo do sistema financeiro quando o sistema de governo é anglo-saxónico. No Painel C.2 e no Painel D.2 é ainda evidenciado que os coeficientes para o tipo de *governance* anglo-saxónico são estatisticamente superiores aos coeficientes para o tipo de *governance* continental. Assim, uma vez mais se conclui que os mutuários de países anglo-saxónicos obtêm empréstimos mais caros do que mutuários de países continentais.[54]

[54] Na Tabela 1.1 havia sido constatado que a amostra obtida é constituída por cerca de 60% (52.404) de empréstimos a mutuários originários dos EUA, os quais representam cerca de 86,9% de empréstimos relativos aos países com sistema de *governance* anglo-saxónico. Como tal, para testar este efeito foram introduzidas duas novas variáveis que identificam os empréstimos de países anglo-saxónicos que não os EUA (variável «Anglo-Saxónico sem USA») e do país anglo-saxónico EUA (variável «Anglo-Saxónico USA»). O Anexo VII apresenta as regressões que procuram controlar o efeito do peso dos mutuários norte-americanos na amostra. No Painel A.1 e no Painel A.2 é evidenciado que os mutuários anglo-saxónicos norte-americanos são efetivamente aqueles que obtêm empréstimos mais caros e que os mutuários de *governance* continental pagam *spreads* mais baixos. Também os mutuários anglo-saxónicos sem USA suportam *spreads* superiores aos pagos pelos mutuários continentais e pelos mutuários no grupo dos «Outros», mas esses *spreads* são inferiores aos pagos pelos mutuários anglo-saxónicos norte-americanos.

Resumindo, os resultados proporcionam evidência que, *ceteris paribus*, os mutuários de países com sistema de governo societário anglo-saxónico são onerados com *spreads* mais elevados do que os mutuários de países com sistema de governo societário continental.

2.4.3. A Inclusão de Cláusulas de Proteção dos Empréstimos

Nos empréstimos sindicados são frequentemente incluídas, além do *spread*, outras condições que visam assegurar o reembolso do empréstimo e o recebimento de juros pelos credores. Importa então analisar se o *spread* cobrado a um mutuário de um país com características associadas a um determinado tipo de sistema financeiro e de sistema de governo é afetado pela inclusão de cláusulas de proteção dos credores.[55] Neste ponto do estudo controlam-se, pois, os efeitos dos colaterais, dos *covenants*, da senioridade e dos fiadores sobre o *spread*.

O colateral permite aos credores obter os direitos de propriedade do ativo colaterizado em caso de incumprimento. Benmelech et al. (2005) encontram evidência que os empréstimos com colateral têm maior probabilidade de serem pagos e os mutuários obtêm financiamentos de maior montante, maturidades mais longas, menores taxas de juros e o número de credores é menor. Os colaterais com maiores valores de liquidação estão associados a empréstimos de maior maturidade (Benmelech, 2009) e a empréstimos com menores *spreads* (e maior *rating* de crédito) (Benmelech e Bergman, 2009).

A imposição de cláusulas restritivas que impeçam comportamentos indesejáveis ou encorajem a adoção de comportamentos desejáveis ajuda a reduzir o risco moral. A violação de um *covenant* pode dar ao credor o direito de acelerar o reembolso do empréstimo e isso pode influenciar negativamente os investimentos da empresa (Chava e

Apesar de aos mutuários *Junk Grade* com *governance* continental ser cobrado um *spread* superior aos grupos dos «Outros», o coeficiente observado do Painel A.1 conjugado com a significância estatística distinta no Painel A.2 deixa perceber que também nos mutuários *Junk Grade* continentais pagam menores *spreads* do que os anglo-saxónicos norte-americanos e anglo-saxónicos não norte-americanos. Com a divisão dos países de *governance* anglo-saxónica constata-se que os coeficientes para a variável «Estrutura-Agregada» perdem significância estatística nas subamostras *Investment Grade* e *Junk Grade*.

[55] As relações de proximidade associadas ao sistema financeiro e ao sistema de *governance* proporcionam um maior conhecimento (menor assimetria de informação) e melhor monitorização podem deixar de ser relevantes, pois os credores beneficiam destas cláusulas de proteção.

Roberts, 2008; Nini et al., 2009). Roberts e Sufi (2009), por sua vez, evidenciam que as empresas que violam uma *covenant* obtêm menos dívida e consequentemente têm menores rácios de endividamento. Sufi (2009) também documenta uma diminuição na disponibilidade de linhas de crédito a seguir a violação de *covenants* financeiras. Demiroglu e James (2010) sustentam que os empréstimos com *covenants* de liquidez ou com *debt-to-cash-flow covenants* apresentam maiores *spreads*, o que sugere que estes empréstimos têm um nível de risco mais elevado.

Quanto à senioridade, Boot (2000) e Longhofer e Santos (2000) sustentam que se no contrato de empréstimo existirem cláusulas de preferência dos bancos pelos ativos em caso de liquidação da empresa, a gestão fica limitada na sua atitude aquando da solicitação de crédito adicional. Empréstimos bancários com senioridade servem como comprometimento contra a tomada de riscos.[56] Longhofer e Santos (2000) evidenciam que os bancos com dívida sénior têm um papel importante na construção de um relacionamento credor-mutuário com valor, que permita uma melhor monitorização do mutuário, e são mais provavelmente detentores de dívida sénior em empresas difíceis de monitorizar e em empresas com mais oportunidades de alteração do risco. Santos e Winton (2008) e Ferreira e Matos (2012) reportam uma relação negativa entre a senioridade do empréstimo e o *spread* da taxa de juro.

A existência de fiador nos empréstimos permite ao credor obter proteção adicional, pois o fiador substitui o mutuário em caso de incumprimento deste, o que permite minimizar os problemas de seleção adversa e de assimetria de informação. Apesar de Godlewski e Weill (2008) constatarem que os fiadores não são relevantes para a decisão de os bancos sindicarem o empréstimo, Ferreira e Matos (2012) documentam que os empréstimos com fiadores apresentam um *spread* menor que os demais.

No sentido de controlar o efeito destas características dos empréstimos nos *spreads* é introduzida uma nova variável relativa à proteção dos credores, que resulta na agregação das cláusulas relativas aos colaterais, *covenants*, fiadores e senioridade num índice que permite medir a quantidade de garantias incluídas nos contratos de financiamento. Assim,

[56] Se o banco tiver prioridade sobre os ativos poderá ameaçar credivelmente o cumprimento do empréstimo (Diamond, 1993; Berglöf e Von Thadden, 1994).

a variável «Proteção» representa o nível de proteção dos credores e é definida como um índice que resulta da soma de quatro variáveis (todas recolhidas da base de dados Dealscan). Primeiro, a variável «Colateral» que é uma variável binária (*dummy*), que toma o valor 1 se a *tranche* é garantida por colateral e 0 em caso contrário. Segundo, a variável «*Covenant*» que é igualmente uma variável binária (*dummy*), que assume o valor 1 se o mutuário fica sujeito a algum tipo de restrição ou obrigação de conduta (*covenant*) e 0 em caso contrário. Terceira, a variável «Senioridade» que é uma vez mais uma variável binária (*dummy*), que assume o valor 1 se o crédito é sénior (isto é, não é contratada qualquer tipo de subordinação) e 0 em caso contrário. Por fim, a variável «Fiador», que é definida também como variável binária (*dummy*), que toma o valor 1 se a *tranche* beneficia de algum tipo de garantia dada por um terceiro (*guarantor*) e 0 em caso contrário. Com a introdução de todas estas cláusulas, os credores ficam mais protegidos, pelo que em princípio estarão dispostos a emprestar com menores *spreads*. Contudo, os credores também sabem que são os mutuários mais opacos e com maior assimetria de informação que, provavelmente, estão mais disponíveis para aceitar tais cláusulas.

No entanto, deve-se tomar em consideração que os termos do contrato de financiamento são negociados em conjunto (Melnik e Plaut, 1986; Dennis et al., 2000; Santos e Winton, 2008). A definição do *spread* de taxa de juro a pagar pelo mutuário está, por isso, relacionada com a proteção obtida pelo credor quanto ao reembolso do crédito. No caso de os credores ficarem satisfeitos com alguma das garantias imposta ao mutuário pode induzir uma menor exigência noutro tipo de garantia (ou no *spread*). Neste sentido, poderá haver endogeneidade na relação entre o *spread* e as demais cláusulas contratuais. Dennis et al. (2000), Brick e Palia (2007), Francis et al. (2012), Hasan et al. (2012) e Menkhoff et al. (2012) têm reconhecido este problema no âmbito de contratos de empréstimo sindicados.

Para lidar com os problemas de endogeneidade foi decido utilizar o método de estimação de duas etapas com a utilização de variáveis instrumentais, conforme Bharath et al. (2011) e Ferreira e Matos (2012). Assim, para as variáveis de proteção «Colateral», «*Covenant*», «Senioridade» e «Fiadores» são utilizados os instrumentos a seguir descritos. Primeiro, para o colateral é utilizada a «*Concentração dos Empréstimos*» como variável

instrumental, que resulta da divisão do montante do empréstimo contratado pelo montante total dos empréstimos de cada mutuário na amostra (adaptado de Bharath et al., 2011[57]).

Para os *covenants* são utilizadas a variável «*Reputable arranger*» e a variável «*Número de Covenants*», como em Costello e Wittenberg-Moerman (2011). A variável «*Reputable Arranger*» serve para captar a assimetria de informação entre o *lead arranger* e os participantes no sindicato bancário e é definida como um indicador que toma o valor um se o empréstimo é sindicado por um dos seis principais bancos organizadores do sindicato (*arranger*) – determinado com base na quota de mercado média do *arranger* no mercado de empréstimos primários, sendo que no caso de múltiplos *arrangers* se considera a maior quota de mercado entre os bancos envolvidos na transação – e zero em caso contrário. Dado que maiores valores para a variável «*Reputable Arranger*» refletem uma baixa assimetria de informação dentro do sindicato, é mais provável que não sejam exigidos *covenants*. Quanto ao «*Número de Covenants*», os participantes num sindicato bancário com elevado grau de assimetria de informação dependem menos da monitorização posterior efetuada pelo *lead arranger* (Ivashina, 2009) e provavelmente exigirão que o contrato facilite a sua monitorização. Deste modo, é de esperar que nos sindicatos bancários com maior assimetria de informação (isto é, quando o líder do sindicato detém uma menor proporção do financiamento ao mutuário) sejam exigidos um maior número de *covenants* nos contratos de financiamento, pois estas cláusulas permitem melhorar a monitorização dos mutuários. Assim, os credores sentem-se mais protegidos quanto mais cláusulas de *covenants* lhes permitam controlar e monitorizar os mutuários, baixando o seu risco de crédito.

Terceiro, para o fiador são utilizadas a variável «*Empréstimo Sindicado*», que identifica se o empréstimo é sindicado com múltiplos credores,[58] e a variável «*Fiador-Indústria*», que representa a percentagem média dos empréstimos sindicados da indústria que apresentam fiadores nesses empréstimos. Godlewski e Weill (2008) explicam que a existência de fiadores nos empréstimos permite o aumento da proteção dos credores

[57] Bharath et al. (2011) calculam o instrumento «Concentração do empréstimo» como a divisão do empréstimo contratado pela dívida total da empresa, que inclui o empréstimo contratado.

[58] A base de dados Dealscan classifica os empréstimos que utilizamos na amostra não apenas como "Sindicados", mas também como "Bilateral", "Club Deal", "Non-Rule 144A Private Placement", "Private Placement", "Public Underwriting", "Retail", "Rule 144A Private Placement", "Sole Lender" e "Undisclosed".

minimizando problemas de assimetria de informação. É esperado que os fiadores permitam minimizar os conflitos de interesse e proporcionar maiores garantias. O instrumento «*Fiador-Indústria*» foi calculado a partir da média do setor atividade relativos a empréstimos obtidos pelos mutuários em períodos anteriores. Também Bharath et al. (2011) e Lin et al. (2011) utilizam esta metodologia para calcular instrumentos, embora aplicados a outras variáveis.

Por fim, para a senioridade é utilizada a variável «*Sénior-Indústria*», que também representa a percentagem média dos empréstimos da indústria em períodos anteriores que apresentam senioridade nesses empréstimos.

No Painel A.1 da Tabela 2.8, para o sistema financeiro, confirmam-se os resultados anteriores de que quanto mais os países estiverem orientados para o mercado maior é o *spread* pago e que quanto maior for o nível de desenvolvimento financeiro dos países menor é o custo do financiamento. Nas variáveis para o sistema de *governance* os resultados da estimação evidenciam que os mutuários de países anglo-saxónicos pagam *spreads* superiores aos mutuários de outros tipos de sistema de governo e que os mutuários de países continentais pagam *spreads* inferiores aos demais. Parece ainda evidente, do Painel A.2, que os mutuários de países anglo-saxónicos pagam sempre *spreads* superiores aos mutuários de países continentais. Quanto à variável «Proteção», verifica-se que quanto maior for o nível de proteção contratualizado num contrato de empréstimo sindicado mais penalizados são os mutuários, que terão de pagar maiores *spreads*. Como tal, a proteção parece ser complementar do *spread*, pois ambos permitem perceber o nível de risco associado ao empréstimo e ao mutuário. Nos mutuários *Junk Grade* o nível de proteção não é relevante para a determinação do *spread* de taxa de juro cobrado aos mutuários. Apesar das cláusulas de proteção terem por objetivo garantir retorno e reembolso do financiamento aos credores, nos mutuários *Junk Grade* estas garantias não são valorizadas. Desta forma, os credores parecem não relevar o número de garantias que possam obter, até porque tais garantias, nestes mutuários de maior risco,

poderão ter um valor reduzido face ao crédito e não permitirem uma verdadeira proteção.[59] [60]

No que se refere à relevância e validade dos instrumentos utilizados, o Painel A.3 apresenta testes que permitem evidenciar se os instrumentos estão correlacionados com a variável endógena e se esses instrumentos afetam a variável dependente apenas através da variável endógena (Bharath et al., 2011). Analisam-se, deste modo, a validade da premissa da endogeneidade e a validade dos instrumentos analisados. O teste *Durbin-Wu-Hausman* permite verificar que as variáveis utilizadas são endógenas e validada a utilização de instrumentos, com exceção da amostra *Junk Grade*. Com a estatística de *Hansen J* afere-se que os instrumentos são relevantes e válidos para a estimação. Os instrumentos utilizados são ainda validados pela *estatística F* e pela estatística de *Cragg-Donald*.

[59] O Painel A e o Painel B do Anexo VIII apresentam os resultados considerando as quatro variáveis de proteção autonomamente. Os resultados para o tipo de sistema financeiro e para o tipo de sistema de *governance* permanecem genericamente. Relativamente às variáveis de proteção dos empréstimos, encontrou-se evidência de que os mutuários com contratos de empréstimo que incluam colaterais e a existência de uma terceira entidade que garanta o cumprimento do plano prestacional do empréstimo (fiadores) estão associados ao pagamento de menores *spreads*. Assim, como as garantias parecem ser percecionadas como efetivamente protegendo o risco de crédito, os mutuários obtêm empréstimos com menores *spreads*. Para os mutuários *Junk Grade*, a existência de colaterais e de fiadores não parece ser relevante para definir a taxa de juro, talvez por os ativos colaterizados não serem suficientemente valiosos para cobrir o risco dos mutuários. Nos mutuários *Investment Grade* a inclusão destas cláusulas de proteção não é percecionada de forma positiva, pois a disposição dos mutuários em ceder colaterais e/ou fiadores pode sinalizar a presença de um crédito mais arriscado e com maiores problemas de agência. Nestes casos, é cobrado um *spread* maior. Quanto aos *covenants*, a sua existência parece penalizar os mutuários que têm de incluir estas cláusulas nos contratos de empréstimo. Os mutuários disponíveis para aceitar *covenants* são percecionados pelos credores como mais arriscados, o que induz a cobrança de maiores *spreads* como forma de compensação pelo risco. Este efeito apenas é relevante na subamostra dos empréstimos sem notação de risco atribuída. Assim, os credores parecem penalizar especialmente, em termos de *spread*, os mutuários mais opacos, quando estes estão disponíveis para aceitar estas cláusulas restritivas limitadoras da tomada de decisão pela gestão. Na realidade, os *covenants* parecem ser positivamente valorizados nos mutuários *Investment Grade*, os quais suportam menores *spreads* quando negoceiam estas cláusulas no financiamento sindicado. A senioridade, por sua vez, apenas é positivamente valorizada na subamostra *Junk Grade*.

[60] Considerando que o S&P (2009) na descrição do processo de negociação dos contratos de financiamentos sindicados explicam que as condições não preço são acordados antes da determinação da taxa de juro do empréstimo, é efetuada uma análise de robustez. Bharath et al. (2011) explicam que num primeiro momento são determinadas as variáveis não preço e só depois é determinada a condição de preço (*spread*) no contrato de financiamento. Assim, é utilizando o método de estimação de duas etapas para modelos de equações simultâneas com variáveis dependentes limitadas, cujos resultados são apresentados no Painel C do Anexo VIII. Em termos genéricos os resultados permitem validar, com algumas nuances, as conclusões obtidas dos resultados no Painel A e B da Tabela 2.8.

Tabela 2.8: A Proteção dos Empréstimos nos Países do Mutuário

Esta tabela apresenta a estimação pelo método de estimação de duas etapas com a utilização de variáveis instrumentais, corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan, enquanto os dados relativos ao sistema financeiro dos países foram obtidos na Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos a empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de *rating* atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas: (i) a «Estrutura-Agregada», indicador do tipo de sistema financeiro do país e que consiste no primeiro componente principal que resulta da agregação dos componentes de Estrutura-Atividade, Estrutura-Dimensão e Estrutura-Eficiência; (ii) a «Anglo-Saxónico», identifica o tipo de sistema financeiro anglo-saxónico do país e consiste numa variável binária *dummy* que assume o valor 1 para os países com sistemas de governo societário (*corporate governance*) do tipo anglo-saxónico e 0 em caso contrário; (iii) a «Continental», identifica o tipo de sistema financeiro continental do país e consiste numa variável binária *dummy* que assume o valor 1 para os países com sistemas de governo societário (*corporate governance*) do tipo continental e 0 em caso contrário; (iv) «Desenvolvimento Ortogonal», indicador do nível de desenvolvimento financeiro do país, medido pelos resíduos da ortogonalização da variável «Finanças-Agregada», que consiste no primeiro componente principal dos indicadores de desenvolvimento da atividade, dimensão e eficiência dos países; (v) a «Proteção», índice que resulta da soma de quatro variáveis relativas à segurança ou proteção do credor: «Colateral», variável binária *dummy* que toma o valor 1 se a tranche é garantida por colateral 0 em caso contrário; «*Covenant*», variável binária *dummy* que assume o valor 1 se o mutuário fica sujeito a algum tipo de restrição ou obrigação de conduta (Cláusula restritiva) e 0 em caso contrário; «Fiador», variável binária *dummy* que toma o valor 1 se a tranche beneficia de algum tipo de garantia dada por um terceiro (*guarantor*) e 0 em caso contrário e; «Senioridade», variável binária *dummy* que assume o valor 1 se o crédito é sénior, isto é, não é contratada qualquer tipo de subordinação 0 em caso contrário. No Painel B não é apresentada a regressão para a subamostra *No Rating*, por a mesma evidenciar a mesma estimação apresentada no Painel A. O Painel A.2 e o Painel B.2 apresentam os resultados para o *Wald test*, que mostra se os coeficientes são estatisticamente diferentes. O Painel A.3 e o Painel B.3 apresentam os testes relativos à endogeneidade e validação dos instrumentos utilizados: (a) o teste de qui-quadrado de Durbin-Wu-Hausman, tem como hipótese nula que as variáveis explicativas são exógenas com o *spread*, pelo que a sua rejeição implica que essas variáveis são efetivamente endógenas e valida a abordagem pelas variáveis instrumentais (o valor de prova refere-se ao *p-value*); (b) a estatística de Cragg-Donald é comparada com o valor crítico apresentado em Stock e Yogo (2005) para uma estimativa de variável endógena e quando a estatística de Cragg-Donald for superior ao valor crítico de Stock e Yogo (2005) os instrumentos utilizados são relevantes; (c) a estatística J de Hansen para restrições de sobreidentificação, tem como hipótese nula que o modelo está bem especificado e que as condições de ortogonalidade são verificadas (correlações entre os instrumentos e o termo de erro é zero), pelo que a sua rejeição implica que os instrumentos não são relevantes e nem válidos (o valor de prova refere-se ao *p-value*); (d) a estatística F, no caso de a regressão apenas conter uma única variável endógena, deve ser também analisada a primeira etapa da estatística F, sendo que quando a primeira etapa da estatística F é superior ao *benchmark* de 10, sugerido por Staiger e Stock (1997), se confirma a relevância dos instrumentos na equação. A definição das variáveis do caso base consta da Tabela 2.4. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10% respetivamente, para testes bilaterais.

Tabela 2.8: A Proteção dos Empréstimos nos Países do Mutuário (continuação)

	Painel A.1				**Painel B.1**		
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***
C	128,4 ***	183,4 ***	585,3 ***	119,2 ***	183,6 ***	233,4 ***	710,9 ***
Estrutura-Agregada	22,6 ***	10,4 ***	21,7 ***	28,2 ***	24,6 ***	14,8 ***	29,4 ***
Desenvolvimento Ortogonal	-79,0 ***	-32,1 ***	-61,0 ***	-83,2 ***	-81,4 ***	-41,8 ***	-71,9 ***
Anglo-Saxónico	56,5 ***	23,2 ***	121,2 ***	48,2 ***	55,1 ***	25,8 ***	151,6 ***
Continental	-16,2 ***	-18,4 ***	31,4 *	-24,4 ***	-18,9 ***	-19,6 ***	54,1 ***
Proteção	5,5 ***	5,7 ***	-1,3	13,6 ***	8,9 ***	12,4 ***	0,5
Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Mutuário	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
País	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Sindicato	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Rating	Sim	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Tipo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Objetivo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Segmento de Mercado	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R^2	0,58	0,66	0,56	0,53	0,57	0,62	0,54
Adj. R2	0,58	0,65	0,56	0,53	0,57	0,62	0,54
Número de Observações	76 516	8 961	16 544	51 011	76 516	8 961	16 544
	Painel A.2				**Painel B.2**		
Anglo-Saxónico vs Continental	34,4 ***	14,9 ***	11,8 ***	29,4 ***	34,6 ***	15,7 ***	12,4 ***
	Painel A.3				**Painel B.3**		
Teste de endogeneidade							
- teste de Durbin-Wu-Hausman	132,24	4,05	0,55	261,51	175,09	25,41	0,04
- valor de prova	0,00	0,04	0,46	0,00	0,00	0,00	0,84
Teste com instrumento fraco							
Estatística de Cragg-Donald	9221,64	1198,57	2503,42	5370,65	10361,09	1279,52	2514,66
Stock-Yogo (2005) (valor crítico)	29,18	29,18	29,18	29,18	29,18	29,18	29,18
Estatística-F de primeira-fase	10758,70	1398,49	2920,83	6265,88	12088,10	1492,94	2933,95
Estatística J de Hansen	240,89	42,08	30,99	181,43	259,02	40,99	29,34
- valor de prova	***	***	***	***	***	***	***

Entre muitos outros autores, Sufi (2009) explica a importância do *rating* emitido pelas agências internacionais nos empréstimos sindicatos. O *rating* de crédito reflete a opinião da agência de *rating* sobre a credibilidade geral da empresa e sobre a sua capacidade para cumprir com as obrigações financeiras assumidas. O *rating* do empréstimo não só fornece informação sobre o risco de incumprimento e sobre a capacidade de reembolso do empréstimo, mas também permite reduzir os problemas de assimetria de informação entre credores e mutuários. Assim, o *rating* do empréstimo contém informação específica sobre as condições do empréstimo que não são disponibilizadas de outra forma. De notar que "*ao atribuir um rating a um empréstimo, os analistas de crédito da Standard & Poor's verificam se existe alguma garantia ou qualquer outro mecanismo que permita aos*

investidores recuperar o máximo do seu investimento caso haja incumprimento"[61] (Bavaria, 2004, p. 21). Donde parece resultar que o nível de *rating* e as características do empréstimo que asseguram o seu reembolso são, em grande medida, substitutos.

Neste sentido, no Painel B.1 são efetuadas as mesmas regressões, mas sem considerar o nível de risco do empréstimo. Os resultados para o tipo de sistema financeiro, para o tipo de sistema de *governance* e para a proteção são semelhantes aos analisados anteriormente. Os resultados permanecem, genericamente, em termos de sinal e de significância estatística.

Em suma, mesmo controlando pelas cláusulas contratuais de proteção dos credores, o tipo de sistema financeiro parece ser relevante na determinação do *spread*. Quanto ao tipo de governo, novamente se verifica que os mutuários de países anglo-saxónicos suportam *spreads* mais elevados e que os mutuários de países continentais pagam menores *spreads*.

2.4.4. Características Financeiras do Mutuário

Na análise da importância dos tipos de sistema financeiro e de sistema de *governance* na determinação dos *spreads* nos financiamentos foi ainda considerado o efeito de características financeiras específicas dos mutuários. Pretende-se aqui verificar se os efeitos sistema financeiro e sistema de governo societário evidenciados nas secções anteriores persistem com a introdução de fatores relativos à condição financeira dos mutuários.

Os dados financeiros recolhidos dos mutuários respeitam a cerca de 10% da amostra inicial, por força da inexistência de informação sobre muitos dos mutuários (*vg*, empresas não cotadas e outras entidades que não divulgam informação financeira). Nesta secção é, pois, analisada uma subamostra de emitentes que divulgam informação financeira ao mercado e que, por isso, são menos opacos que os restantes mutuários. Aqui o problema informacional será menor do que na amostra global. Assim, pode perguntar-se: será que

[61] Tradução do autor. No original "*In assigning a loan rating, Standard & Poor's credit analysts look to see whether there is collateral security or other enhancement that would enable investors to achieve ultimate recovery even if the loan defaults*" (Bavaria, 2004, p. 21).

o efeito relativo ao sistema financeiro e ao sistema de *governance* no *spread* permanece nos emitentes mais transparentes?

Neste sentido, considerou-se o «Log(*Vendas*)» da empresa em milhões de euros no ano anterior ao do empréstimo. As empresas de maior dimensão (maiores vendas) são geralmente mais diversificadas, beneficiam de maiores economias de escala nos empréstimos (Santos e Winton, 2008) e conseguem mais facilmente aceder ao mercado de crédito internacional, pois mais facilmente têm transações fora do seu mercado/país doméstico (Houston et al., 2012). É esperado que as empresas com vendas mais elevadas obtenham empréstimos com menores *spreads*. O «*Endividamento*», medido pelo rácio de dívida sobre o ativo total, também foi considerado. Um rácio de maiores proporções sugere uma maior probabilidade de incumprimento, pelo que é de esperar uma relação positiva entre esta variável e o *spread*. Além disso, os ativos tangíveis perdem valor em caso de incumprimento e a sua colaterização permite proteger os empréstimos. Como limitam a perda do credor quando as empresas ficam em incumprimento, os ativos tangíveis reduzem os custos do incumprimento financeiro. Assim, é esperado que quanto maior o valor dos ativos tangíveis (variável «*Tangibilidade*») menor seja o *spread* pago. O rácio «*Market-to-book*» é aqui tomado como uma *proxy* das oportunidades de crescimento empresa. Espera-se que tenha um efeito negativo nos *spreads*, dado que quanto maiores as perspetivas de crescimento da empresa, maior a probabilidade de reembolso dos seus empréstimos. Por fim, as empresas mais lucrativas, analisadas pela rentabilidade operacional do ativo (variável «*Lucratividade*») deverão ser chamadas a pagar *spreads* menores, pois o retorno da sua atividade operacional permite obter fundos para reembolso dos empréstimos. No estudo de Bae e Goyal (2009) é encontrada evidência de que as empresas de maior dimensão, de maior lucratividade e com menor endividamento obtêm financiamentos com *spreads* mais baixos, enquanto os ativos tangíveis e o rácio *market-to-book* não são estatisticamente significativos para explicar os *spreads*. A variável vendas foi obtida na base de dados Dealscan e as restantes variáveis financeiras foram retiradas de Thomson Reuters Datastream.

A Tabela 2.9 evidencia as características financeiras dos mutuários relevantes para o *spread* pago nos empréstimos num sindicato bancário. Aí se vê que as empresas de maior dimensão pagam *spreads* mais baixos, de modo consistente com os resultados de Santos

e Winton (2008) e de Houston et al. (2012), provavelmente em reflexo da sua capacidade de diversificação, acesso ao mercado de capitais, maior capacidade de negociação e de economias de escala. Além disso, de modo consentâneo com a ideia de que as empresas com maior nível de endividamento apresentam mais risco, os resultados patenteiam que os mutuários mais endividados pagam *spreads* mais elevados (indo assim ao encontro da tese de Dennis et al., 2000). Em termos de subamostras, este efeito apenas é robusto para a subamostra de mutuários sem notação de *rating* atribuída, na qual os mutuários são escrutinados diretamente pelos credores sem intervenção de uma agência de *rating*.

Quanto maior for o valor da empresa (medido pela variável *market-to-book*), menor é o custo do financiamento, atestando os resultados de Santos e Winton (2008), pois o valor da empresa está positivamente associado com a capacidade de a empresa reembolsar o seu crédito. Esta situação é particularmente valorizada nas empresas com baixo nível de *rating*. Também a elevada rentabilidade operacional do ativo está associada a menores *spreads*. As empresas com maiores lucros conseguem demonstrar a sua capacidade para gerir a sua atividade comercial e com isso gerar fundos suficientes para o reembolso do empréstimo. De salientar ainda que os resultados indicam que a posse de mais ativos tangíveis colaterizáveis não é relevante para a determinação do *spread*, com exceção dos mutuários com menor nível de risco (*Investment Grade*) que são chamados a suportar *spreads* mais elevados.

Na Tabela 2.9 são ainda apresentados os resultados que evidenciam a importância dos dois tipos de sistema analisados em diferentes perspetivas. Considerando os dados da amostra total com todas as variáveis financeiras (ver Painel C.1), relativamente ao tipo de sistema financeiro nota-se que, mais do que o sistema financeiro orientado para o mercado ou para os bancos, os mutuários de sistemas financeiros mais desenvolvidos obtêm empréstimos com menores *spreads*. Os resultados obtidos para o tipo de *governance* comprovam conclusões anteriores de que os mutuários de países anglo-saxónicos e de países continentais suportam, respetivamente, *spreads* mais elevados e mais baixos.

Tabela 2.9: A Relevância das Características Financeiras dos Mutuários para os Tipos de Sistemas

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan, enquanto os dados relativos ao sistema financeiro dos países foram obtidos na Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de *rating* atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas: (i) a «Estrutura-Agregada», indicador do tipo de sistema financeiro do país e que consiste no primeiro componente principal que resulta da agregação dos componentes de Estrutura-Atividade, Estrutura-Dimensão e Estrutura-Eficiência; (ii) a «Anglo-Saxónico», identifica o tipo de sistema financeiro anglo-saxónico do país e consiste numa variável binária *dummy* que assume o valor 1 para os países com sistemas de governo societário (*corporate governance*) do tipo anglo-saxónico e 0 em caso contrário; (iii) a «Continental», identifica o tipo de sistema financeiro continental do país e consiste numa variável binária *dummy* que assume o valor 1 para os países com sistemas de governo societário (*corporate governance*) do tipo continental e 0 em caso contrário; (iv) «Desenvolvimento Ortogonal», indicador do nível de desenvolvimento financeiro do país, medido pelos resíduos da ortogonalização da variável «Finanças-Agregada», que consiste no primeiro componente principal dos indicadores de desenvolvimento da atividade, dimensão e eficiência dos países; (v) variáveis financeiras dos mutuários: «Vendas», variável que se refere às vendas do mutuário no ano anterior ao empréstimo atual, medido em milhões de euros; «Endividamento», rácio da dívida (passivo total) sobre o ativo total; «*market-to-book*», rácio da capitalização bolsista sobre o capital próprio; «Tangibilidade», rácio do ativo fixo tangível sobre o ativo total e «Lucratividade», rentabilidade operacional do ativo. A definição das variáveis do caso base consta da Tabela 2.4. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

Tabela 2.9: A Relevância das Características Financeiras dos Mutuários para os Tipos de Sistemas (continuação)

	Painel A.1				**Painel B.1**				**Painel C.1**			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	107,5 **	344,3 ***	159,6	60,2	113,4 *	294,6 ***	190,9	-31,9	130,1 **	301,8 ***	240,0	-44,7
Estrutura-Agregada	18,2 ***	12,6 ***	11,2	31,7 ***	-1,7	15,8 ***	-21,1	-0,8	1,7	17,9 ***	-16,1	1,3
Desenvolvimento Ortogonal	-61,4 ***	-25,6 ***	-34,0 **	-75,5 ***	-33,7 ***	-34,1 ***	18,0	-74,3 ***	-37,0 ***	-32,8 ***	9,3	-84,6 ***
Anglo-Saxónico	89,1 ***	40,4 ***	138,3 ***	89,5 ***	16,1 *	27,7 **	66,2 ***	-18,7	16,7 *	30,9 **	55,7 ***	-22,4
Continental	-10,3	-1,1	18,5	-18,1	-36,3 ***	-9,9	9,1	-84,5 ***	-37,6 ***	-4,8	1,9	-92,9 ***
Log(Vendas)	-2,1 ***	-1,5 ***	-1,8 *	-1,4 **	-6,5 ***	-1,2 *	-2,1	-8,6 ***	-5,9 ***	-1,5 **	-3,1 *	-6,9 ***
Endividamento					29,8 ***	-2,2	11,2	44,2 ***	30,5 ***	-6,2	-1,3	50,7 ***
Tangibilidade									-1,0	16,8 ***	-12,2	-6,8
Market-to-book									-0,0 ***	-0,0	-0,0 ***	-0,2 *
Lucratividade									-98,2 ***	-34,6 ***	-108,0 ***	-81,8 ***
Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Mutuário	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
País	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Sindicato	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Rating	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Tipo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Objetivo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Segmento de Mercado	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R^2	0,65	0,67	0,58	0,60	0,68	0,72	0,61	0,65	0,69	0,72	0,61	0,67
Adj. R^2	0,65	0,66	0,58	0,60	0,68	0,71	0,60	0,64	0,68	0,71	0,59	0,65
Número de Observações	38 623	7 152	12 013	19 458	9 082	3 763	2 655	2 664	8 356	3 593	2 328	2 435
	Painel A.2				**Painel B.2**				**Painel C.2**			
Anglo-Saxónico vs Continental	99,4 ***	41,5 ***	119,7 ***	107,6 ***	52,5 ***	37,6 ***	57,1 ***	65,8 ***	54,3 ***	35,7 ***	53,7 ***	70,5 ***

No que respeita às subamostras, para os mutuários *Investment Grade* salienta-se que os mutuários de países com sistema financeiro orientado para o mercado suportam maiores *spreads*, enquanto na subamostra *Junk Grade* o tipo de sistema financeiro e seu desenvolvimento financeiro não são relevantes na explicação dos *spreads*. Quando não existe *rating* atribuído, subsiste a influência negativa do desenvolvimento financeiro no *spread*.

No que se refere ao tipo de governo societário nas subamostras, os resultados obtidos no Painel C.1 e no Painel C.2 permitem, mais uma vez, verificar que os mutuários de países anglo-saxónicos pagam *spreads* mais elevados do que os mutuários de países continentais.

Para os mutuários *Sem Rating* não é relevante a orientação do sistema financeiro, mas os mutuários de países financeiramente mais desenvolvidos conseguem negociar melhores custos de financiamento (menores *spreads*). Nos mutuários em que não está atribuído *rating* de crédito por nenhuma agência de notação de risco os credores parecem sentir necessidade de analisar com cuidado a situação financeira da empresa, conforme demonstra a significância estatística para quatro das cinco variáveis financeiras dos mutuários. Daqui parece resultar um efeito de substituição entre o nível de *rating* e as características (financeiras) dos mutuários, na senda de Bavaria (2004) e de Sufi (2009). A literatura refere que estes mutuários, dada a sua opacidade e menor capacidade de acesso ao mercado de capitais, encetam relações de maior proximidade e interação permanente com os credores para minimizar os problemas de assimetria de informação, pelo que é com naturalidade que se encontra evidência de os mutuários continentais suportam *spreads* mais baixos.

2.5. Síntese Conclusiva

Neste capítulo, procurou-se perceber se as características do país do mutuário, no que respeita ao tipo e nível de desenvolvimento do sistema financeiro e ao tipo de sistema de governo, influenciam o *spread* de taxa de juro dos financiamentos sindicados. Para isso, foi utilizada uma amostra de cerca de 85.000 empréstimos, entre 2000 e 2012, efetuados a cerca de 25.500 mutuários não financeiros de 122 países.

No que diz respeito aos resultados obtidos, é encontrada evidência de que, *ceteris paribus*, os mutuários de países com sistema financeiro baseado nos bancos obtêm financiamentos com uma taxa de juro inferior à de mutuários de países com sistema financeiro baseado no mercado. Estes resultados são consistentes com a ideia de que o sistema baseado nos bancos apresenta vantagens informacionais, que permitem aos intermediários financeiros minimizar os problemas de assimetria de informação. Estes resultados são, também, consistentes com a ideia de que, neste sistema, os credores são mais eficientes na monitorização dos mutuários, o que ajuda a limitar comportamentos discricionários da gestão.

Os resultados obtidos suportam, também, a hipótese de que os mutuários de países com sistema financeiro mais desenvolvido suportam *spreads* mais baixos. Este efeito é consistente com a ideia de que sistemas financeiros mais desenvolvidos resolvem melhor os problemas de agência e permitem a redução dos custos de transação, bem como apresentam maior disponibilidade de serviços financeiros, que por sua vez permitem o recurso a capital alheio com custos mais baixos.

Relativamente ao sistema de *governance*, os resultados obtidos revelam que os mutuários de países com um sistema de governo societário de tipo anglo-saxónico suportam *spreads* superiores aos mutuários de países com um sistema de governo do tipo continental. Também estes resultados são consistentes com a tese de que a maior proximidade e o relacionamento de longo prazo entre os credores e os mutuários nos países de governo continental minimizam os problemas de assimetria de informação e proporcionam uma monitorização mais eficiente pelos credores. Os resultados são ainda consistentes com a literatura que defende que os bancos, nos países com sistema de governo continental,

obtêm vantagens informacionais através da posição acionista ou da nomeação de administradores para o conselho de administração do mutuário, e que tal se materializa em custos de financiamentos mais baixo.

Neste estudo foi também testada a hipótese de os *spreads* estarem dependentes da inclusão de cláusulas de proteção nos contratos de empréstimos. Foi encontrada evidência de que o nível de desenvolvimento financeiro, o tipo de sistema financeiro e o tipo de sistema de governo permanecem igualmente relevantes na determinação do *spread* quando analisados em conjunto com as cláusulas de proteção. Os resultados obtidos permitem concluir que os mutuários que oferecem maior nível de proteção são também chamados a suportar maiores *spreads*, pelo que se conclui que a proteção é complementar (e não substituta) do *spread*.

Assim, os resultados obtidos sustentam a importância do tipo de sistema financeiro e do seu nível de desenvolvimento. Porém, também deixam claro que este último aspeto parece ser predominante. Na realidade, utilizando uma subamostra de mutuários que divulgam periodicamente informação financeira, os resultados confirmam a relação negativa entre o *spread* e o nível de desenvolvimento financeiro e sugerem a perda de relevância do tipo de sistema financeiro na explicação dos custos de financiamento dos empréstimos que não *Investment Grade*. Este resultado é consistente com a inferência de Levine (2002) sobre o predomínio do nível de desenvolvimento financeiro em detrimento do facto de o sistema financeiro ser orientado para o mercado ou ser orientado para o banco.

Neste capítulo é ainda verificada a relevância do nível de *rating* atribuído pelas agências de notação de risco aos empréstimos dos mutuários. Nas subamostras utilizadas, para diferentes situações quanto à notação de risco de crédito, os resultados para o tipo de sistema financeiro, nível de desenvolvimento financeiro e tipo de sistema de governo permanecem consistentes com o evidenciado na amostra total. Assim, as conclusões, genericamente, mantêm-se inalteradas nas subamostras por nível de *rating*. Para a subamostra de mutuários que divulgam informação financeira constata-se que o tipo de sistema financeiro apenas permanece relevante nos mutuários *Investment Grade*.

Ao longo deste capítulo fica evidente como a notação de risco de crédito afeta a perceção do risco dos credores. Comparando as estimativas para as subamostras *Investment Grade*

e *Sem Rating* afere-se que a estimação para a subamostra com melhor nível de risco de crédito apresenta um menor número de variáveis com significância estatística. Talvez o facto de os empréstimos não serem analisados por qualquer agência de *rating* exija que os credores analisem com cuidado um maior conjunto de fatores que potencialmente tenham impacto no reembolso do crédito, enquanto que para os mutuários com menos risco de crédito não terão de preocupar-se com tantos fatores pois já estarão a ser considerados na análise de risco desenvolvida pelas agências de *rating*. Neste sentido, o nível de *rating* e as características do empréstimo e do mutuário que certificam o seu reembolso são, em grande medida, substitutos.

Em suma, os resultados obtidos são consistentes com Carey e Nini (2007) e Houston et al. (2012), que evidenciam que os financiamentos são mais baratos nos países europeus continentais, o que sugere que a localização do mutuário é um fator importante no processo de intermediação financeira. Na realidade, o estudo constante deste capítulo evidencia que as características do país do mutuário, designadamente no que respeita ao tipo sistema financeiro, nível de desenvolvimento financeiro e o tipo de sistema de governo societário, são relevantes na determinação dos custos de financiamento.

3. O Impacto do Sistema Financeiro e da Origem do Sistema Legal nos Custos de Financiamento

3.1. Introdução

O custo de financiamento das empresas depende não apenas das características intrínsecas do mutuário, mas também das características do país do mutuário. Na realidade, não só a literatura referenciada na Introdução e no Capítulo 2 deixa isso claro, como o estudo empírico apresentado nesse capítulo evidenciou que, *ceteris paribus*, os mutuários de países com sistema financeiro baseado nos bancos obtêm empréstimos sindicados com taxas de juro mais baixas do que os mutuários de países com sistema financeiro baseado no mercado. Foi aí igualmente encontrada evidência de que os mutuários de sistemas financeiros mais desenvolvidos suportam custos de financiamento menores que os demais, e que os mutuários de países com sistemas de governo continentais obtêm financiamento com menores *spreads* do que os mutuários de países com um sistema de governo societário do tipo anglo-saxónico.

No presente capítulo é analisado de que forma os custos de financiamento podem ser afetados pelo tipo de enquadramento legal do país do mutuário. La Porta et al. (1997, 1998) deram origem a uma linha de estudos sobre a interação entre o tipo de sistema legal dos países e diversas dimensões das finanças empresariais. Neste contexto, surge a convicção de que as leis e os regulamentos que regem os contratos e a execução de contratos (ou seja, os sistemas legais) afetam a criação de valor e a sua distribuição. As leis e os regulamentos que condicionam a contratação variam de país para país, tal como o tipo de sistema financeiro, o desenvolvimento financeiro e o tipo de governo societário são suscetíveis de determinar o desenho dos contratos (*vide*, entre outros, Tirole, 2006). Por isso, neste capítulo procura-se perceber até que ponto a origem dos sistemas legais determina o *spread* dos empréstimos sindicados.

Na realidade, La Porta et al. (1997, 1998) consideram dois tipos de sistemas ou tradições legais. O sistema de Lei Comum e o sistema de Lei Civil. O primeiro prevalece nos países anglo-saxónicos, e o segundo prevalece na Europa continental e nas suas antigas colónias.

Os países de Lei Civil (*Civil Law*) são divididos em três subcategorias: Lei Civil Francesa (*French Civil Law*), Lei Civil Germânica (*German Civil Law*) e Lei Civil Escandinava (*Scandinavian Civil Law*).

No que respeita à sua substância, o sistema de Lei Civil assenta numa forte codificação, minimizando o espaço para que os tribunais decidam de acordo com os usos e os costumes e apenas apliquem as normas formalmente aprovadas pelo poder legislativo ou sob delegação do poder legislativo. Em contrapartida, o sistema de Lei Comum (*Common Law*), limita a codificação e concede espaço ao direito consuetudinário, isto é, dá espaço à aplicação de normas que não passam por um processo formal de produção legislativa. No direito consuetudinário, as leis não precisam de estar plasmadas num papel ou serem sancionadas ou promulgadas. Neste contexto, os (bons) costumes transformam-se em "leis". Acresce, concomitantemente, que o sistema de Lei Comum é visto como proporcionando maior independência e liberdade de atuação aos juízes do que aquilo que acontece nos países de maior tradição codificadora (*vide*, Tirole, 2006).

Djankov et al. (2007) acrescentam a esta tipificação uma nova categoria: a Lei Socialista. Aqui abrangem-se os países que são originários da antiga União Soviética, caracterizados durante muitos anos pela forte intervenção do Estado na economia e do poder político na alocação de recursos.

Acresce que La Porta et al. (1997, 1998) obtiveram evidência de correlação entre os sistemas legais e a proteção dos investidores (quer dos acionistas, quer dos credores). Em particular concluíram que essa proteção é mais forte nos países de Lei Comum, sendo seguidos pelos países de Lei Civil Germânica e Lei Civil Escandinava. Os países com menor nível de proteção são os de Lei Civil Francesa. No mesmo sentido apontam as conclusões de Djankov et al. (2007). Pistor et al. (2000), por sua vez, apresentam os países do antigo bloco de leste socialista como sendo os que dispõem de leis com mais elevado nível de proteção. Parece, pois, que a proteção dos investidores depende do tipo de sistema legal. A proteção dos investidores, por sua vez, não pode deixar de ter consequências no financiamento das empresas, e em particular no seu custo.

Há, porém, que distinguir duas realidades. A origem do sistema legal (com todas as consequências que daí decorrem, nomeadamente, na configuração das leis e na estrutura

do sistema judicial) e as suas características específicas que determinam a efetiva proteção dos investidores (que depende da substância das leis e dos regulamentos, mas igualmente dos processos e da eficiência do sistema judicial na aplicação dessa lei, além de outros fatores). La Porta et al. (1998) construíram dois índices para caracterizar os direitos dos investidores. Um para medir o nível de proteção dos acionistas, denominado "*antidirector rights ind*ex" e outro para aferir o nível de proteção dos credores "*creditor rights index*". Todavia, enquanto a origem do sistema legal é um facto histórico, e por isso exógeno, os comportamentos, as leis e os regulamentos que em cada país efetivamente protegem os investidores podem evoluir, podendo até convergir entre si em função da convergência regulatória internacional, pelo que são potencialmente endógenos face ao nível de desenvolvimento do país e do seu sistema financeiro (*vide* Tirole, 2006). De facto, as variáveis que compõem os índices "*antidirector rights index*"[62] e "*creditor rights index*",[63] bem como em geral as leis e regulamentos vigentes em cada país, são o resultado de escolhas políticas que podem ocorrer em cada momento. Podem, por isso, evoluir ao longo do tempo.

Importa, consequentemente, separar a análise do efeito da origem do sistema legal (dado histórico), da análise do efeito do nível efetivo de proteção dos credores em cada país (variável suscetível de evoluir ao longo do tempo) e dos diferentes fatores de que este pode depender. A análise do efeito origem do sistema legal do país (isto é, o tipo de sistema legal) é concretizada neste capítulo. A análise do efeito do nível de proteção dos credores é concretizada no capítulo seguinte.

[62] Índice que agrega os direitos dos acionistas e que mede a sua proteção em função das seguintes variáveis: (1) Se o país permite que os acionistas enviem seu voto por procuração para a empresa; (2) Se os acionistas não são obrigados a depositar as suas ações antes da assembleia geral de acionistas; (3) Se é permitido o voto acumulado ou a representação proporcional de minorias no conselho de administração; (4) Se existe um mecanismo de minorias oprimidas; (5) Se a percentagem mínima de capital social que dá direito a um acionista convocar uma assembleia geral extraordinária é menor ou igual a 10%; ou (6) Se os acionistas têm direitos de preferência que podem ser renunciados apenas pelo voto de acionistas. Quanto maior o índice maiores são os direitos dos acionistas.

[63] Índice que agrega os direitos dos credores e que quantifica a proteção dos credores com base nos seguintes fatores: (1) Se existem restrições, como o consentimento dos credores ou dividendos mínimos, para o devedor solicitar uma reorganização; (2) Se os credores garantidos são capazes de aproveitar a sua garantia após a petição de reorganização ter sido aprovada, não havendo uma suspensão automática ou congelamento de ativos impostas pelo tribunal; (3) Se os credores garantidos são reembolsados em primeiro lugar na distribuição dos rendimentos resultantes da alienação dos ativos de uma empresa em falência; e (4) Se o devedor não mantém a administração da empresa enquanto aguarda a resolução da reorganização. Quanto maior o índice maiores são os direitos dos credores.

Assim, neste capítulo pretende-se averiguar se o tipo de sistema legal do país (quanto à sua origem) influencia o custo de financiamento em empréstimos sindicados. Note-se, no entanto, que à luz da literatura existente que associa a origem legal a diferentes níveis de proteção dos investidores (La Porta et al., 1997, 1998), é possível fazer (e far-se-á) uma leitura dos resultados obtidos neste capítulo também do ponto de vista da proteção dos investidores. Todavia, dado o carácter dinâmico do processo legislativo, e da convergência e da harmonização internacional da regulação financeira, nada garante a cristalização da relação reportada por aquela literatura entre o nível de proteção dos investidores e a origem do sistema legal. Donde, no Capítulo 4 procurar-se-á averiguar especificamente a relação entre os custos de financiamento das empresas e indicadores que medem de forma dinâmica diferentes dimensões da eficácia dos países na proteção dos investidores e, em especial, dos credores.

No que respeita à interação deste capítulo com o anterior, note-se que o tipo de proteção legal de que beneficiam os investidores (acionistas ou credores), bem como a sua evolução pode determinar ou condicionar o nível de desenvolvimento financeiro do país. Isto é, o nível de desenvolvimento financeiro do país pode depender do nível de proteção dos investidores, sendo que como se viu este influencia o custo de financiamento no mercado de empréstimos sindicados. Além disso, o tipo de sistema financeiro adotado no país pode depender do nível de proteção legal dos investidores. Em países com mais elevados índices de proteção dos credores existirá uma maior confiança no funcionamento do mercado e na recuperação do crédito, de forma voluntária ou imposta pelos tribunais, pelo que haverá mais condições para o mercado de crédito bancário funcionar e o sistema financeiro tenderá a ser predominantemente assente no mercado. Quando a proteção e eficiência assegurada pela legislação não permitem garantir o reembolso do crédito torna-se necessário um relacionamento próximo dos mutuantes com os mutuários, que garanta a confiança dos primeiros, o que é característico do sistema financeiro orientado para os bancos, de forma a assegurar o crédito e o seu reembolso mais tarde.

Além disso, o tipo de sistema financeiro e o seu nível de desenvolvimento podem também ser determinantes do nível de efetiva proteção de acionistas e credores. Sistemas financeiros mais evoluídos tenderão a desenvolver mais e mais eficazes instrumentos de

proteção dos investidores. A relação pode, por isso, ser biunívoca. Todavia, no que concerne à origem histórica do sistema legal (isto é, ao tipo de sistema legal), a relação a existir far-se-á apenas num sentido. A origem do sistema legal é exógena ao sistema financeiro e ao seu nível de desenvolvimento.

Donde, neste capítulo não se deixará de considerar o tipo de sistema financeiro e o nível de desenvolvimento financeiro como potenciais determinantes do custo de financiamento.[64]

O presente capítulo encontra-se estruturado como se segue. Na secção seguinte é realizada uma revisão de literatura sobre o efeito do tipo de sistema legal no financiamento das empresas, sendo que é aí analisada a preponderância da proteção legal dos investidores (dos credores em particular) e o cumprimento das leis nos países, bem como o efeito da proteção e do *enforcement* nas condições de financiamento das empresas. É ainda analisado como o sistema legal e o sistema financeiro podem estar relacionados. Depois, são apresentadas as bases de dados utilizadas, as variáveis que caracterizam o sistema financeiro, o nível de desenvolvimento financeiro e o tipo de sistema legal e é efetuada uma breve caracterização da amostra. Após esta secção são apresentados e discutidos os resultados da análise multivariada. Por fim, é efetuada uma síntese conclusiva.

[64] Nesta análise não se toma, em geral, em consideração o tipo de governo societário. Na realidade, os países anglo-saxónicos têm origem associada à Lei Comum, sendo que todos os países identificados como Anglo-Saxónicos no Anexo I apresentam um sistema legal de Lei Comum, o que também implica um elevado coeficiente de correlação entre as variáveis classificadoras do sistema de governo e as variáveis classificadoras do sistema legal, conforme exposto no Anexo IV. Todavia, na Secção 3.4.2 é feito um exercício de análise simultânea do efeito dos três sistemas (financeiro, governo e legal).

3.2. Tipos de Sistema Legal e o Financiamento das Empresas

A relação entre a estrutura legal dos países e as finanças empresariais é uma linha de investigação que foi aberta por um conjunto de estudos seminais de La Porta et al. (1998, 2000). Na realidade, o tipo de sistema legal condiciona os «*institutos contratuais*», isto é, condiciona as leis e os regulamentos que governam os contratos, bem como o seu cumprimento ("*enforcement*"), pelo que será de esperar que daí decorram consequências, quer ao nível de proteção dos investidores, quer ao nível do financiamento das empresas.

O desenho dos contratos de financiamento é importante porque dele decorre a alocação de *cash flows* (Harris e Raviv, 1992). Todavia, a liberdade contratual das partes tem de conformar-se com as restrições que decorram da lei. Além disso, por definição, os contratos são incompletos por não contemplarem todas as possíveis contingências futuras. Donde, a lei e os regulamentos voltam a ser importantes porque regulam sucedaneamente esses contratos, e regulam o processo de supressão da incompletude dos contratos (designadamente em discussões judiciais). Por fim, as leis de proteção dos direitos dos credores são importantes para os contratos de empréstimo pelo facto de determinarem quem controla o processo de insolvência e quem detém os direitos de propriedade da empresa falida. Não há, pois, dúvidas, que do tipo de leis e de regulamentos que condicionam o desenho dos contratos, determinam a forma de supressão das lacunas contratuais e condicionam o processo de execução dos contratos, decorrerão consequências para o financiamento das empresas. Além disso, da maior ou menor celeridade e eficiência dos países na fiscalização do cumprimento e na aplicação coerciva dessas leis e, consequentemente, na imposição do cumprimento da vontade contatual das partes também resultarão consequências a esse nível.

Há, com efeito, alguma literatura sobre o impacto das características jurídico-legais dos países na proteção dos investidores, no financiamento das empresas e, mais genericamente, no nível de desenvolvimento dos mercados financeiros.

i) O Sistema Legal e a Proteção dos Investidores

No que respeita à proteção dos investidores, La Porta et al. (1998) evidenciam que o nível de proteção dos investidores e de eficiência na execução (cumprimento) dos contratos difere consoante a origem legal dos países. Os países com origem legal assente na Lei Comum, como referido, apresentam o mais elevado nível de proteção dos direitos dos credores, enquanto os países com origem legal assente na Lei Civil Francesa apresentam os níveis de proteção mais baixos. Finalmente, os países com origem legal assente na Lei Civil Germânica e na Lei Civil Escandinava apresentam níveis de proteção intermédios. A esta literatura, Pistor et al. (2000) acrescentam, como também já referido, evidência de que os antigos países socialistas são, afinal, os que os possuem sistemas legais teoricamente mais protetores dos credores[65].

Todavia, além da legislação que protege ou não os credores, importa ter presente que alguns ambientes legais e institucionais são mais propensos a fazer cumprir os contratos financeiros, ou seja, a aplicar efetivamente as leis e a fazer cumprir as cláusulas acordadas[66]. Neste âmbito, La Porta et al. (1998) obtiveram evidência de uma maior aplicação das leis nos países com origem legal assente na Lei Civil Escandinava e na Lei Civil Germânica, seguidos pelos países com origem legal assente na Lei Comum, enquanto os países com Lei Civil Francesa são os que apresentam o menor nível de cumprimento ou de execução das leis. Por fim, Pistor et al. (2000) acrescentam que os países com origem legal assente em Lei Socialista são aqueles em que é mais difícil fazer cumprir as leis de proteção dos credores (ou seja, estes países têm uma legislação fortemente protetora dos direitos de crédito, mas são pouco eficientes na sua aplicação e execução).

[65] Pistor (2000) e Pistor et al. (2000) evidenciam que os países socialistas têm um elevado nível de proteção dos direitos dos investidores, logo a seguir aos países de Lei Comum, e são os que mais protegem os direitos dos credores. Estes estudos concluíram ainda que o desenvolvimento do mercado de crédito é significativamente influenciado pela qualidade de execução das leis, mas não pela intensidade da proteção dos credores. Haselmann et al. (2010) evidenciam que a melhoria na execução dos créditos ou direitos nos países da Europa Central e de Leste, através da criação de um registo de garantias, impulsionou os empréstimos bancários.

[66] Por exemplo, para fazer cumprir os contratos de financiamento são criados mecanismos que permitam ao credor recuperar o crédito após o incumprimento (Djankov et al., 2008a).

ii) O Sistema Legal e o Financiamento das Empresas

Quanto às consequências no financiamento das empresas, desde logo quanto ao *tipo de financiamento*, Beck e Levine (2002) e Levine (2002) evidenciam que a utilização de financiamento externo é mais intensa em países eficientes no plano jurídico-legal do que em países menos capazes neste âmbito. Também La Porta et al. (2000) documentam que nos países com mais direitos dos credores os empréstimos bancários proliferam, enquanto nos países com mais direitos para os acionistas as empresas tendem a utilizar mais intensamente o mercado de capitais.

Além disso, de modo consistente com conceito de proteção legal de La Porta et al. (1997, 1998) e Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1998), Beck et al. (2002) sustentam que o sistema legal influencia o tipo de financiamento externo obtido pela empresa e que as empresas de países com Lei Comum conseguem ter mais fácil acesso a financiamentos bancários.

Alguns estudos evidenciam a importância das características jurídico-legais dos países na determinação das *cláusulas contratuais dos empréstimos* e, em particular, dos *custos de financiamento*. Neste âmbito, Qian e Strahan (2007) sustentam que, em países com forte proteção dos direitos dos credores (isto é, uma legislação fortemente protetora dos direitos de crédito), os empréstimos bancários estão associados a propriedade acionista mais concentrada, longas maturidades e menores taxas de juro, e sugerem que são os direitos dos credores e não a proteção dos direitos de propriedade que relevam. Adicionalmente, Bae e Goyal (2009) mostram que nos países com fraco desempenho ao nível da execução dos contratos os mutuários obtêm menores montantes de crédito, os empréstimos têm maturidades mais curtas e suportam *spreads* mais elevados do que os mutuários de países com mais altos índices de execução dos contratos. Bae e Goyal (2009) evidenciam ainda que nos países com direitos de proteção dos credores mais robustos os *spreads* são menores, mas não influenciam a dimensão e maturidade dos empréstimos. Lin et al. (2011), por sua vez, sustentam que direitos dos credores mais robustos e cumprimento mais eficiente dos contratos têm impacto negativo nos *spreads* dos empréstimos.

Adicionalmente, Laeven e Majnoni (2005) evidenciam que a eficiência judicial está negativamente correlacionada com o *spread*. De facto, a melhoria na eficiência judicial e no *judicial enforcement* dos contratos de empréstimos traduz-se, de acordo com os

resultados obtidos por estes autores, em abaixamento dos custos de financiamento. Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1999) e Giannetti (2003) analisam a maturidade nos empréstimos e concluem que a dívida tem maturidade mais baixa em países com menor qualidade na execução das leis. As regras de proteção dos direitos legais e de cumprimento das leis estão associadas a maior endividamento e a maior disponibilidade de dívida de longo prazo. Também de Jong et al. (2008) evidenciam que nos países com melhor execução das leis as empresas obtêm mais dívida.

Num outro estudo, Safavian e Sharma (2007) evidenciam que, em países com maiores níveis de proteção dos direitos dos credores no plano legislativo, as empresas têm mais acesso a crédito bancário. Todavia, as leis apenas são relevantes se forem confirmadas pelos tribunais. Assim, *ceteris paribus*, a relação entre a proteção dos direitos dos credores e o crédito bancário é menor em países com tribunais ineficientes. No confronto entre as duas dimensões, Bae e Goyal (2009) encontram evidência que os efeitos da execução da lei são mais fortes para a determinação das cláusulas do contrato de empréstimo (*vg*. proporcionam menores *spreads*, maiores montantes e longas maturidades) do que os efeitos da proteção dos direitos dos credores.

Num outro plano, Esty e Megginson (2003) revelam que os sindicatos bancários em países com menor proteção dos direitos dos credores e menor execução das leis são maiores e mais difusos. Desai et al. (2004) apresentam evidência de que as empresas filiais de multinacionais são financiadas com menos dívida externa em países com fracos níveis de proteção dos direitos dos credores, o que reflete maiores custos de empréstimo local.

Num estudo para empresas não cotadas de 26 países europeus, Giannetti (2003) evidencia que a proteção dos direitos dos credores é importante na obtenção do financiamento por empresas que invistam em ativos intangíveis, para os quais não podem ser dados colaterais, e na obtenção de empréstimos de longo prazo por empresas de setores com elevada volatilidade nos retornos. Davidenko e Franks (2008), por sua vez, encontram evidência de que nos países com menor proteção legal dos credores são exigidos mais colaterais e que a recuperação do incumprimento tende a ocorrer mais em países com melhor proteção dos credores.

Numa perspetiva distinta, Demirgüç-Kunt e Huizinga (1999) haviam encontrado evidência de que os indicadores de melhor execução de contratos estavam associados a menor margem de juros e menor rentabilidade dos bancos.

iii) O Sistema Legal, o Tipo de Sistema Financeiro e Nível de Desenvolvimento do Sistema Financeiro

O tipo de sistema financeiro, como já referido, pode ser classificado como sendo orientado para o mercado ou orientado para os bancos. No sistema financeiro orientado para os bancos o relacionamento próximo e de longo prazo entre os mutuários e os credores tem um papel relevante na economia e nas empresas por permitir mitigar a assimetria de informação. A proximidade proporciona a aquisição de informação com baixos custos pelos credores, que obtêm desta forma vantagens informacionais relevantes face a outros credores sem esta relação. No capítulo anterior foram já estudadas as consequências do tipo de sistema financeiro, bem como do nível de desenvolvimento financeiro dos países, concluindo-se que os mutuários de países com sistema financeiro baseado nos bancos obtêm financiamentos sindicados com taxas de juro mais baixas do que os mutuários de países com sistema financeiro baseado no mercado, e que os mutuários de sistemas financeiros mais desenvolvidos suportam custos de financiamento menores que os demais.

O tipo de sistema financeiro e a origem do sistema legal podem estar relacionados. Na realidade, afigura-se expectável que o grau de proteção do investidor tenha impacto no desenvolvimento dos mercados financeiros, da mesma forma que é expectável que o desenvolvimento do sistema financeiro possa condicionar os *institutos contratuais*, ainda que não possa ter efeito sobre a origem do sistema legal dos países (Tirole, 2006).

Há, com efeito, alguma literatura que sustenta a existência de alguma relação entre o tipo de sistema financeiro e a proteção do investidor.

Assim, por exemplo, Rajan e Zingales (1998) consideram que um relacionamento próximo entre credores e mutuários pode suprimir problemas informacionais e garantir a confiança e a continuidade dos negócios. Donde, é expectável que se encontre um sistema

financeiro baseado nos bancos quando há mais problemas informacionais e de transparência. No caso de inexistência destes relacionamentos bancários a proteção legal dos credores assume uma importância acrescida, pelo que o sistema financeiro baseado no mercado tenderá a ser encontrado em países com sistema legal de Lei Comum (a ser válida a asserção de que estes países são dos que mais protegem os investidores). A transparência, por sua vez, é mais fácil de encontrar no sistema financeiro baseado no mercado, dada a necessidade das empresas divulgarem informação para poderem obter o crédito em melhores condições. O sistema financeiro baseado nos bancos está mais direcionado para empresas mais opacas nas quais apenas o relacionamento próximo com o banco e a monitorização permitem um nível de divulgação de informação mais adequado aos interesses dos financiadores.

Adicionalmente, La Porta et al. (1997) constatam que a diferença do sistema financeiro entre os países está relacionada com a proteção dos investidores contra a expropriação, e, como tal, com a proteção legal dos investidores e com a qualidade do *enforcement*. Deste modo, com uma melhor proteção legal os investidores asseguram melhor o reembolso dos seus créditos e estão dispostos a aumentar os seus investimentos, pelo que a proteção legal induz o desenvolvimento do mercado financeiro. Neste sentido, La Porta et al. (1999) encontram evidência de o sistema legal dos países ajudar ao desenvolvimento da estrutura financeira desses países. Ergungor (2004) explica que a tradição legal dos países afeta o tipo de sistema financeiro, sendo que o sistema financeiro baseado nos bancos tende a ser encontrado em países com sistema legal civil. Glaeser e Shleifer (2002) consideram que os países com Lei Comum são financeiramente mais desenvolvidos do que os países de Lei Civil. Rajan e Zingales (2001) defendem que em ambientes legais com menor proteção legal e fraco *enforcement* dos contratos tende a existir um sistema financeiro baseado em relacionamentos, que permite a monitorização dos credores e um maior controlo do crédito pelo financiador, caso contrário ter-se-á um sistema financeiro mais virado para o mercado. La Porta et al. (1997) mostram que os países de Lei Civil, que apresentam menor proteção legal dos investidores, têm um mercado de capitais menos desenvolvido, enquanto os países de Lei Comum, que apresentam maior proteção legal dos investidores, têm um mercado de capitais mais desenvolvido. Assim, o sistema financeiro dos países de Lei Comum tende a ser baseado no mercado, enquanto os países de Lei Civil apresentam um sistema financeiro baseado nos bancos.

Deste ponto parece resultar a importância do sistema financeiro para o relacionamento entre os credores e mutuários com reflexo nas condições acordadas nos contratos de financiamento. Nos países com sistema financeiro mais orientados para os bancos o relacionamento bancário de proximidade permite criar condições para uma adequada monitorização dos bancos que obtêm vantagens informacionais que podem permitir a minimização da assimetria de informação que, por sua vez, poderá resultar no financiamento com menores custos.

Em suma, da literatura parece resultar que o sistema legal dos países, na medida em que traduza distintos níveis de proteção dos investidores e diferentes graus de cumprimento das leis (*enforcement*), está relacionado com o sistema financeiro desses países. Pode, pois, acontecer que (a totalidade ou) parte do efeito atribuído no Capítulo 2 ao tipo ou ao nível de desenvolvimento do sistema financeiro desapareça quando considerado o tipo de sistema legal. É a análise dessa possibilidade, bem como do efeito do tipo de sistema legal (caracterizado este pela sua origem) que se procurará fazer nas secções subsequentes.

3.3. Bases de Dados e Variáveis

3.3.1. Bases de Dados

A principal fonte de dados é a Loan Pricing Corporation's Dealscan da Thomson Reuters (Dealscan), que inclui dados diversos sobre os empréstimos sindicados (*spread*, montante, maturidade, colateral, *covenants* e senioridade), o país do mutuário e o *rating* de crédito.[67] Foram recolhidos dados relativos a cada uma das *tranches* do empréstimo[68] para o período de 2000 a 2012, inclusive. Os dados obtidos foram restringidos às *tranches* dos empréstimos com taxa variável qualificadas como "completadas" ou "fechadas" e foram eliminadas as *tranches* de financiamento a empresas financeiras. As *tranches* de financiamento sem informação sobre a taxa de juro, o seu indexante e a maturidade também não foram incluídas. Assim, a amostra final é a mesma do Capítulo 2 e é constituída por 85 220 *tranches*, correspondentes a 50 658 programas de financiamento, de 25 511 mutuários originários de 122 países.

Tal como no Capítulo 2, são ainda utilizados dados provenientes de outras fontes. É utilizada a versão de 2013 da Financial Development and Structure Dataset,[69] do Banco Mundial, para calcular os indicadores de desenvolvimento financeiro e de estrutura financeira dos países. Também Beck et al. (2000, 2009) e Čihák et al. (2012) a utilizam e descrevem em pormenor. A classificação dos países pelo sistema legal é efetuada através da categorização apresentada nos trabalhos de La Porta et al. (1998), Djankov et al. (2007) e Cumming et al. (2011). É usada a World Development Indicators, do Banco Mundial, para obter o Produto Interno Bruto (PIB) e a Thomson Reuters Datastream para obter os dados financeiros dos mutuários. As informações sobre o *rating* dos países são obtidas das agências de *rating*.

A Tabela 2.1 do capítulo anterior (*vide* secção 2.3.2) deixou patente que as principais

[67] Esta base de dados foi igualmente usada, entre outros, por Carey e Nini (2007), Qian e Strahan (2007) e Lin et al. (2011).
[68] Neste capítulo, tal como no anterior, são usadas as palavras *tranche* e empréstimo para identificar a unidade de análise.
[69] Base de dados disponível em: http://go.worldbank.org/X23UD9QUX0.

características dos contratos de financiamento apresentam uma grande variabilidade, indiciando que as condições do financiamento, em média, variam de país para país.

3.3.2. Grupos de Países e Síntese das Condições dos Empréstimos

Neste capítulo, como explicado na Introdução, pretende-se investigar se, e de que forma, o tipo de sistema legal, isoladamente e/ou conjuntamente com o tipo sistema financeiro e o nível de desenvolvimento financeiro, afeta o custo dos empréstimos sindicados.

A classificação dos países em função do tipo de sistema financeiro, bem como o apuramento do seu nível de desenvolvimento financeiro, obedeceu à mesma metodologia aplicada no Capítulo 2, e que em seguida sinteticamente se relembra. A classificação dos países em função do tipo de sistema legal é realizada subsequentemente.

(i) Classificação dos Países em Função do Tipo de Sistema Financeiro

Na classificação dos países quanto ao seu tipo de sistema financeiro, mais orientado para o mercado ou mais orientado para os bancos, utiliza-se a metodologia Beck e Levine (2002), Levine (2002) e Demirgüç-Kunt e Levine (2001).

Numa primeira fase, o indicador de «Estrutura-Agregada» é calculado, através da Análise de Componentes Principais, como o primeiro componente principal que resulta de outros indicadores/componentes: a Estrutura-Atividade,[70] a Estrutura-Dimensão[71] e a Estrutura-

[70] O indicador Estrutura-Atividade visa medir o nível relativo de atividade do mercado de capitais e é calculado através do logaritmo do rácio entre (1) o valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais a dividir pelo PIB (numerador) e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado a dividir pelo PIB (denominador). O rácio do numerador (rácio do valor transacionado) exprime o peso das transações bolsistas face ao PIB (procurando assim capturar o nível e atividade do mercado de capitais) e o rácio do denominador exprime o valor do crédito concedido face ao PIB (rácio do crédito bancário).

[71] O indicador de Estrutura-Dimensão visa medir a dimensão relativa do mercado de capitais face aos bancos e é calculado através do logaritmo do rácio entre (1) o valor da capitalização bolsista das ações nacionais admitidas à negociação nas bolsas nacionais a dividir pelo PIB (numerador) e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado a dividir pelo PIB (denominador).

Eficiência.[72] O valor final do indicador «Estrutura-Agregada» é calculado como a média do primeiro componente principal, calculada ano a ano para o período 2000-2011. Em cada um destes indicadores parciais, quanto maior o seu valor, mais próximo se está do protótipo do sistema financeiro baseado no mercado. Numa segunda fase, os países são agrupados em função do valor do indicador «Estrutura-Agregada».

Daqui resultou a classificação de três tipologias para o indicador «Estrutura-Agregada», designadas de Tipo I, Tipo II e Tipo III e apresentadas no Capítulo2. Neste capítulo é apenas utilizada a classificação do Tipo III, na qual foi calculado o indicador de «Estrutura-Agregada» nos 111 países com informação disponível na Financial Development and Structure Dataset, do Banco Mundial,[73] para o período 2000-2011. A classificação dos países nos dois grupos tem por base o valor da mediana do indicador «Estrutura-Agregada» considerando os 48 países de Levine (2002),[74] que são os de maior dimensão e mais estudados. A classificação individual de cada um dos países é apresentada no Anexo I.

(ii) Classificação dos Países em Função do Nível de Desenvolvimento Financeiro

O indicador de nível de desenvolvimento financeiro segue a metodologia proposta por Levine (2002) e Beck e Levine (2002) e mede a intensidade com que o sistema financeiro de um país disponibiliza serviços financeiros.

O desenvolvimento financeiro de um país é medido pelo indicador «Finanças-Agregada», que é calculado como a primeira componente principal para cada um dos anos 2000-2011, da Análise de Componentes Principais, dos indicadores de desenvolvimento dos sistemas

[72] O indicador Estrutura-Eficiência é calculado através do logaritmo do produto entre (1) o valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais a dividir pelo PIB e (2) o *overhead costs ratio* (isto é, os custos de funcionamento do sistema bancário a dividir pelos ativos totais do sistema bancário).

[73] Como esta base de dados do Banco Mundial não disponibiliza informação que permita calcular o indicador «Estrutura-Agregada» para Taiwan e Honduras, foram considerados países com um sistema financeiro baseado no mercado e baseado nos bancos, respetivamente, conforme sugerido pelos cálculos de Levine (2002).

[74] A mediana utilizada para a classificação é a calculada com base no indicador de «Estrutura-Agregada» do Tipo II, que é calculado para os 48 países utilizados no estudo de Levine (2002), tendo os dados sido atualizados para o período em análise (2000-2011) com base na Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial.

financeiros dos países: Finanças-Atividade,[75] Finanças-Dimensão[76] e Finanças-Eficiência.[77] Neste caso, os países são classificados com sendo financeiramente mais desenvolvidos quando o indicador «Finanças-Agregada» apresenta valor superior à mediana e menos desenvolvidos financeiramente quando aquele indicador apresenta valor inferior à mediana. O Anexo I também apresenta a classificação individual de cada um dos países.

(iii) Classificação dos Países em Função do Tipo de Sistema Legal

No que respeita à distinção dos países em função do tipo de sistema legal, estes foram considerados como dispondo de sistemas jurídicos do tipo Lei Comum (*Common Law*) ou dispondo de sistemas jurídicos do tipo Lei Civil (*Civil Law*) seguindo a classificação de La Porta et al. (1998). Os países com Lei Civil foram divididos em países com Lei Civil Francesa (*French Civil Law*), Lei Civil Germânica (*German Civil Law*) ou Lei Civil Escandinava (*Scandinavian Civil Law*) seguindo a mesma fonte.

Finalmente, recorreu-se a Djankov et al. (2007) para acrescentar países e adotar uma nova categoria de sistema legal: Lei Socialista (*Socialist Law*). Para classificar num sistema legal as restantes 751 tranches de empréstimos, relativas a 20 países da amostra, é utilizado o trabalho de Cumming et al. (2011). No Anexo I apresenta-se a classificação atribuída a cada país relativamente ao seu sistema legal, e a fonte a que se recorreu para proceder à sua classificação.

[75] O indicador de Finanças-Atividade é calculado como o logaritmo do produto entre o (1) valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado.
[76] O indicador Finanças-Dimensão (do mercado de capitais e do mercado bancário) é calculado como o logaritmo do produto entre (1) o valor da capitalização bolsista das ações nacionais admitidas à negociação nas bolsas nacionais e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado.
[77] O indicador de Finanças-Eficiência do sector financeiro é calculado como o logaritmo do valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais a dividir pelos custos de funcionamento do sistema bancário.

Sumário das Condições de Financiamento pelas Classificações dos Países

No Painel A da Tabela 3.1 são analisadas as condições do financiamento em função do tipo de sistema financeiro. Apesar deste painel ter sido analisado no Capítulo 2 (*vide* Painel A.3 da Tabela 2.2), é aqui novamente apresentado apenas para facilitar a comparação com as outras dicotomias. Deste painel observa-se que os mutuários de países com um sistema financeiro baseado nos bancos contratualizam empréstimos com *spreads* mais baixos, montantes mais elevados, maturidade mais longa, são exigidos menos *covenants* e menos senioridade, mas impõem mais colaterais do que os mutuários de países com sistema financeiro baseado no mercado.

Por sua vez, da análise ao Painel B da Tabela 3.1 conclui-se que os mutuários de países socialistas obtêm, em média, os financiamentos com *spreads* mais elevados, seguidos pelos mutuários de países com Lei Comum. Dentro dos mutuários de países com sistema legal de Lei Civil, os mutuários com sistema Legal Civil Germânico obtêm o *spread* mais baixo.

De notar que, como anteriormente referido, La Porta et al. (1997, 1998) caracterizaram os países de Lei Comum como sendo os que permitem maior proteção dos direitos dos acionistas e dos credores, os países de Lei Civil Francesa são aqueles em que os direitos de proteção são menos robustos e os países de Lei Civil Germânica e de Lei Civil Escandinava têm direitos de proteção de nível intermédio. Estes autores caracterizam ainda os países germânicos e escandinavos como sendo os que possuem melhores índices de qualidade de execução da lei (*law enforcement*), enquanto os países de Lei Civil Francesa são os de piores índices nesta matéria. Lendo os resultados reportados na Tabela 3.1 à luz das conclusões daqueles autores, estes resultados parecem indicar que os países com, nas suas palavras, "melhor execução da lei" (os de Lei Civil Germânica e de Lei Civil Escandinava), obtêm financiamentos com *spreads* mais baixos. Além disso, os resultados indiciam também que os mutuários de países de Lei Socialista e de Lei Comum suportam os *spreads* mais elevados.

Tabela 3.1: Condições dos Empréstimos por Grupo de Países

Esta tabela fornece os valores médios de cada uma das variáveis relativas às principais condições de financiamento por grupos de países. «*Spread*» é o custo médio dos empréstimos acima do indexante em pontos base e corresponde à variável «*all-in-spread drawn*» da base de dados Dealscan. «Montante» é montante médio dos empréstimos expresso em milhões de dólares. «Maturidade» é o prazo médio dos empréstimos em meses. «Colateral» é a percentagem de empréstimos por país que está garantido por colateral. «Cláusula restritiva» é a percentagem de empréstimos por país que têm restrições (*covenants*) de alguma espécie. «Sénior» é a percentagem de empréstimos que são considerados séniores (isto é, não subordinados). «*Rating*» apresenta o *rating* médio por país. «*Investment Grade*», «*Junk Grade*» e «*Sem Rating*» são, respetivamente, a percentagem, para cada país, de empréstimos que beneficiam de *rating* igual a BBB ou superior, que têm *rating* inferior a BBB e que não têm *rating* atribuído. Inclui ainda o número médio credores e de bancos líderes por país. No Painel A são apresentados os dados para os países classificados como possuindo sistema financeiro baseado nos bancos ou sistema financeiro baseado no mercado, utilizando a classificação do Tipo III (também apresentado na Tabela 2.2 do Capítulo 2). No Painel B são expostos os efeitos da classificação por sistema legal dos países («Lei Civil», «Lei Comum» e «Lei Socialista»). Apresentam-se ainda testes às diferenças: o *teste t* procura testar a hipótese nula de médias iguais entre dois grupos da amostra; o *Wilcoxon/Mann-Whitney* é um teste às semelhanças da distribuição de dois grupos, sendo a hipótese nula constituída pela igualdade dos grupos da amostra em tendência central; o *Kruskal-Wallis* é um teste não paramétrico que permite testar se duas ou mais amostras são independentes; o *Anova F-test* é um teste paramétrico para a igualdade das médias entre mais de dois grupos, sendo a hipótese nula a existência de médias iguais entre mais de dois grupos da amostra. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

Painel A - Tipo de Sistema Financeiro

Países	N	Spread	Montante	Maturidade	Colateral	Covenant	Sénior	Rating	Investment	Junk	Sem Rating	Credores	Credores Líderes
Baseados nos Bancos	6 338	219,6	419,6	75,1	0,41	0,05	0,94	BB	0,08	0,12	0,80	12,0	6,5
Baseados no Mercado	78 392	241,6	256,4	54,4	0,39	0,28	0,99	BB-	0,11	0,21	0,68	8,5	3,7
teste t		***	***	***	***	***	***	***				***	***
Wilcoxon/Mann-Whitney		***	***	***	***	***	***	***				***	***

Painel B - Tipo de Sistema Legal

Países	N	Spread	Montante	Maturidade	Colateral	Covenant	Sénior	Rating	Investment	Junk	Sem Rating	Credores	Credores Líderes
Lei Comum	64 229	257,2	254,9	51,8	0,39	0,32	0,99	BB-	0,11	0,24	0,65	7,6	3,3
Lei Civil Francesa	9 827	216,8	354,8	76,2	0,39	0,04	0,97	BB+	0,09	0,08	0,82	12,3	6,6
Lei Civil Germânica	9 596	147,9	249,4	61,4	0,37	0,17	0,97	BBB-	0,08	0,05	0,87	12,5	4,8
Lei Civil Escandinava	1 023	213,7	372,9	73,2	0,39	0,04	0,94	BB+	0,14	0,11	0,75	11,1	6,4
Lei Socialista	545	266,3	486,3	47,0	0,59	0,01	1,00	BB-	0,07	0,34	0,59	13,8	7,7
Anova F-test		***	***	***	***	***	***	***				***	***
Kruskal–Wallis test		***	***	***	***	***	***	***				***	***
Wilcoxon/Mann-Whitney e teste t													
Lei Comum vs Lei Civil Francesa		***	***	***		***	***	***				***	***
Lei Comum vs Lei Civil Germânica		***		***	***	***	***	***				***	***
Lei Comum vs Lei Civil Escandinava		***	***	***		***	***	***				***	***
Lei Comum vs Lei Socialista			***	***	***	***	*					***	***
Lei Civil Francesa vs Lei Civil Germânica		***	***	***	***	***		***					***
Lei Civil Francesa vs Lei Civil Escandinava				*			***						
Lei Civil Francesa vs Lei Socialista		***	***	***	***	***	***	***				***	***
Lei Civil Germânica vs Lei Civil Escandinava		***	***	***		***	***	***				***	***
Lei Civil Germânica vs Lei Socialista		***	***	***	***	***	***	***				***	***
Lei Civil Escandinava vs Lei Socialista		***	***	***	***	***	***	***				***	***

Os mutuários de países com sistema legal de Lei Civil Germânica são também aqueles que, em média, solicitam empréstimos de menor montante, enquanto os mutuários de países do tipo sistema legal socialista obtêm os empréstimos de maior montante médio. Em termos de maturidade, os empréstimos dos mutuários de países com sistemas legal civil são em média os mais longos, enquanto os de sistema legal socialista são os de

maturidade média mais curta[78]. De notar que, os empréstimos a mutuários de países com sistema legal socialista são os que mais frequentemente envolvem colaterais (59%) e menos *covenants* (1%), enquanto no sistema legal de Lei Civil mais de 30% dos empréstimos apresentam garantias, mas poucos contratos têm de incluir *covenants* (o máximo é de 17% no caso germânico, sendo de somente 4% no caso escandinavo e no caso da Lei Civil Francesa). De destacar ainda que 24% dos mutuários com origem em países de Lei Comum e que 34% de mutuários de países socialistas são *Junk Grade*.[79]

[78] A análise à maturidade dos empréstimos parece evidenciar que, quanto menor for a "proteção dos direitos dos credores" (na aceção de La Porta et al. (1998)), mais longa é a maturidade dos empréstimos, o que também poderá estar relacionado com um problema de *forbearance*. Assim, nos países com menor proteção dos direitos dos credores os emprestadores parecem sentir a necessidade de conceder empréstimos mais longos como forma de ajudar os mutuários a ganharem maior capacidade para gerar *cash flow* para o reembolso do empréstimo e não entrarem numa situação de incumprimento. Consistente com esta ideia, no *forbearance* existe uma incapacidade de o banco negar crédito adicional quando surgem problemas de incumprimento ou dificuldades financeiras nas empresas (ESRB, 2012). Para Boot (2000), as empresas em dificuldades e que estejam em incumprimento têm menor restrição de financiamento, pois o banco tem de conceder mais crédito para que a empresa tenha capacidade para reembolsar o empréstimo anterior e para o banco não ter de registar as perdas decorrentes da entrada em situação de incumprimento. Nesta situação, o banco tem um poder de negociação limitado.

[79] Como a notação de *rating* atribuída ao empréstimo permite avaliar o nível de risco de incumprimento, potencialmente capta os principais efeitos associados ao financiamento, pois não apenas julga incertezas relativas ao financiamento e à empresa, mas também atenta ao nível de risco do país e do mutuário. Importa então perceber de que forma pode o *rating* afetar o *spread* suportado pelos mutuários e se pode influenciar os efeitos tipo de sistema financeiro e tipo de sistema legal sobre o custo do financiamento. No Painel A do Anexo IX verifica-se que, no que se refere ao sistema legal, em termos globais, os mutuários socialistas são os que suportam maiores *spreads* no financiamento e os mutuários de Lei Civil Germânica os que suportam *spreads* mais baixos. De igual forma, ao nível das subamostras, entre os mutuários *Sem Rating* os que pagam *spread* mais baixo são os de países com Lei Civil Germânica. Os mutuários *Junk Grade* de países de Lei Comum são os que suportam maiores *spreads*, enquanto os mutuários de Lei Civil (pela análise ao Painel B daquele anexo) são os que suportam *spreads* mais baixos. Quanto aos mutuários *Investment Grade*, os de países com Lei Civil Germânica e Escandinava são os que pagam *spreads* mais baixos e os de Lei Socialista obtêm financiamentos com *spreads* mais elevados. Constata-se ainda que os mutuários de países tidos como proporcionando uma maior proteção dos direitos dos credores (Lei Comum e Lei Socialista) são os que pagam um *spread* superior. Estes resultados parecem indiciar que o *enforcement* da lei é mais importante que a proteção dos credores, o que está de acordo com os resultados de Bae e Goyal (2009). De salientar ainda o facto de aos mutuários *Sem Rating*, com exceção dos mutuários socialistas, ser exigido um *spread* mais baixo do que o exigido aos mutuários *Junk Grade*. Como não são escrutinados pelas agências de *rating*, tal pode significar que são mais opacos e que existe mais assimetria de informação, pelo que estes mutuários se tornam mais próximos dos credores como forma de facilitar o acesso à informação.

3.4. Análise Multivariada

Para analisar o efeito do grupo de país do mutuário no *spread* dos empréstimos é efetuada uma análise de regressões. Nesta análise é utilizado, como ponto de partida, o modelo de Carey e Nini (2007). A este são adicionadas variáveis que pretendem evidenciar o efeito do tipo de sistema financeiro, do nível de desenvolvimento financeiro e do tipo de sistema legal dos países, bem como variáveis de controlo que foram apresentadas no Capítulo 2. A variável dependente é o custo do empréstimo (*Spread*), medido pela variável «*All-In-Spread*».[80] Como variáveis explicativas foram utilizadas variáveis de controlo para caracterização do empréstimo, do mutuário, do sindicato bancário e do país do mutuário, que são descritas na Tabela 3.2. Para a análise da influência do sistema financeiro foram utilizadas a variável «Estrutura-Agregada», para classificar o sistema financeiro mais orientado para o mercado ou para os bancos, e a variável «Finanças-Agregada», para o nível de desenvolvimento financeiro.[81] Foram ainda incluídas variáveis relativas à identificação dos países em função do tipo de sistema legal. Assim, foram criadas cinco novas variáveis binárias *dummy*, que identificam cada um dos tipos de sistema legal: «Lei Civil Francesa»; «Lei Civil Germânica»; «Lei Civil Escandinava»; «Lei Socialista»; e «Lei Comum».

A Tabela 3.2 apresenta e descreve as variáveis utilizadas e as respetivas fontes.[82]

[80] Como em Carey e Nini (2007) e Bharath et al. (2011), a variável *spread* é insonorizada a 1% à esquerda e a 95% à direita de forma a limitar os efeitos de *outliers*.

[81] De acordo com o explicado no Capítulo 2 (*vide* secção 2.4.1) parece existir uma associação forte entre os indicadores «Estrutura-Agregada» (para perceber se o tipo de sistema financeiro está orientado para os bancos ou orientado para o mercado) e «Finanças-Agregada» (para medir o nível de desenvolvimento financeiro) que importa medir. Assim, como existe uma elevada correlação (85,6%) entre as variáveis «Estrutura-Agregada» e «Finanças-Agregada» (*vide* Anexo IV), não devem ser incluídas simultaneamente como variáveis explicativas na mesma regressão. Para que os efeitos das variáveis «Estrutura-Agregada» e «Finanças-Agregadas» possam ser isolados, de forma a medir e controlar separadamente a influência do tipo de sistema financeiro e do nível de desenvolvimento financeiro, a variável «Finanças-Agregada» foi ortogonalizada. Deste modo, os resíduos da ortogonalização da variável «Finanças-Agregada», que possibilitaram a definição da variável «Desenvolvimento Ortogonal» dos países, foram estimados com base na seguinte regressão: Finanças-Agregada = $\beta 0 + \beta 1$ * Estrutura-Agregada + $\beta 2$ * Lei Civil Francesa + $\beta 3$ * Lei Civil Germânica + $\beta 4$ * Lei Civil Escandinava + $\beta 5$ * Lei Socialista + ε.

[82] No Anexo III é apresentada a estatística descritiva das variáveis utilizadas e o teste para as diferenças às médias entre os grupos de países. No Anexo IV é apresentada a matriz de correlação para as variáveis utilizadas.

Tabela 3.2: Descrição das Variáveis do Modelo Base

Variável	Descrição
Variável dependente	
Spread	Corresponde ao *All-in-spread drawn*, que é definido como o montante que o mutuário paga em pontos base acima da LIBOR ou equivalente da LIBOR. ***Fonte***: Dealscan.
Variáveis relativas ao tipo de sistema financeiro e sistema legal	
Estrutura-Agregada	Variável que agrega indicadores da estrutura financeira do país, calculada conforme metodologia de Demirgüç-Kunt e Levine (2001), Beck e Levine (2002), Levine (2002) e Beck et al. (2009). Especificamente, trata-se do primeiro componente principal que resulta da análise em componentes principais dos indicadores Estrutura-Atividade, Estrutura-Dimensão e Estrutura-Eficiência. O indicador Estrutura-Atividade é o logaritmo do rácio entre (1) o valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais a dividir pelo PIB (numerador) e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado a dividir pelo PIB (denominador). O indicador Estrutura-Dimensão é o logaritmo do rácio entre (1) o valor da capitalização bolsista das ações nacionais admitidas à negociação nas bolsas nacionais a dividir pelo PIB (numerador) e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado a dividir pelo PIB (denominador). Finalmente, o indicador Estrutura-Eficiência é o produto do logaritmo entre (1) o valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais a dividir pelo PIB e (2) *overhead costs* ratio (isto é, os custos de funcionamento do sistema bancário a dividir pelos ativos totais do sistema bancário). São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. Valores mais elevados indicam que o sistema financeiro está mais orientado para o mercado. ***Fonte***: Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Cálculos do autor.
Finanças-Agregada	Variável que agrega indicadores de desenvolvimento financeiro do país, calculada conforme metodologia de Beck e Levine (2002) e Levine (2002). Especificamente, trata-se do primeiro componente principal que resulta da análise em componentes principais dos indicadores Finanças-Atividade, Finanças-Dimensão e Finanças-Eficiência. O indicador Finanças-Atividade é o logaritmo do produto entre o (1) valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado. O indicador Finanças-Dimensão (do mercado de capitais e do mercado bancário) é o logaritmo do produto entre (1) o valor da capitalização bolsista das ações nacionais admitidas à negociação nas bolsas nacionais e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado. Finalmente, o indicador de Finanças-Eficiência do sector financeiro é o logaritmo valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais a dividir pelos custos de funcionamento do sistema bancário. São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Cálculos do autor.
Desenvolvimento Ortogonal	Variável relativa ao indicador do nível de desenvolvimento financeiro do país, medido pelos resíduos da ortogonalização da variável «Finanças-Agregada», que consiste no primeiro componente principal dos indicadores de desenvolvimento da atividade, dimensão e eficiência dos países. Valores mais elevados indicam maior nível de desenvolvimento financeiro. São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Cálculos do autor.
Lei Comum	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países considerados por La Porta et al. (1998), Djankov et al. (2007) ou Cumming et al. (2011) como dispondo de sistemas jurídicos do tipo Lei Comum (*Common Law*) e 0 em caso contrário. ***Fonte***: La Porta et al. (1998); Djankov et al. (2007); Cumming et al. (2011).
Lei Civil Francesa	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países com sistemas jurídicos do tipo Lei Civil cuja legislação comercial e financeira é baseada na Lei Francesa (*French Civil Law*) e 0 em caso contrário, de acordo com a classificação de La Porta et al. (1998), Djankov et al. (2007) ou Cumming et al. (2011). ***Fonte***: La Porta et al (1998); Djankov et al. (2007); Cumming et al. (2011).

Variável	Descrição
Lei Civil Germânica	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países com sistemas jurídicos do tipo Lei Civil cuja legislação comercial e financeira é baseada na Lei Germânica (*German Civil Law*) e 0 em caso contrário, de acordo com a classificação de La Porta et al. (1998), Djankov et al. (2007) ou Cumming et al. (2011). ***Fonte***: La Porta et al (1998); Djankov et al. (2007); Cumming et al. (2011).
Lei Civil Escandinava	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países com sistemas jurídicos do tipo Lei Civil cuja legislação comercial e financeira é baseada na Lei Escandinava (*Scandinavian Civil Law*) e 0 em caso contrário de acordo com a classificação de La Porta et al. (1998), Djankov et al. (2007) ou Cumming et al. (2011). ***Fonte***: La Porta et al. (1998); Djankov et al. (2007); Cumming et al. (2011).
Lei Socialista	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países resultantes da antiga União Soviética e demais ex-países comunistas de leste (*Socialist Law*) e 0 em caso contrário de acordo com a classificação de Djankov et al. (2007) ou Cumming et al. (2011). ***Fonte***: Djankov et al. (2007); Cumming et al. (2011).
Variáveis de controlo do modelo base	
Rating"XXYYYY"	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a notação de risco da tranche é XXYYYY e 0 em caso contrário. No caso de ter sido atribuída notação de *rating* por mais do que uma agência considerou-se a notação mais baixa. Foram considerados 14 níveis de notação de risco, cuja hierarquia é identificada pelos dois primeiros dígitos XX, que por isso variam entre 01 (mais elevada notação de *rating*) e 14 (que corresponde à mais baixa notação de *rating*). Os dígitos YYYY variam entre AAA (correspondente à notação mais elevada das três agências de *rating*, AAA do S&P, Aaa da Moodys e AAA da Fitch), que corresponde ao nível hierárquico 01, e LTB3 (Less Than B3) que corresponde ao mais baixo nível de risco de cada uma das agências de *rating* (inferior a B- do S&P, B3 da Moodys e B- da Fitch) e a que corresponde o nível hierárquico 14. As notações de rating atribuídas pelas agências de notação de risco foram agrupadas. Por exemplo, as notações "AA-", "AA", "AA+" e "AAA" corresponde a classificação «01AA», à notação "A+" corresponde a classificação «02A1» e à notação "A" corresponde a classificação «03A2». ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Rating "No"	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche não foi objeto de notação de risco por nenhuma das agências de *rating* (S&P, Moodys e Fitch) e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Sem Rating	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche não foi objeto de notação de risco por nenhuma das agências de *rating* (S&P, Moodys e Fitch) e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Investment Grade	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche beneficia de notação de *rating* igual a BBB ou superior (correspondente à notação mais baixa das três agências de *rating*) e 0 em caso contrário. Isto é, a variável *Investment Grade* assume o valor 1 se a hierarquia da notação de *rating* usada na construção das variáveis RATINGXXYYYY (identificada pelos dois primeiros dígitos XX) está compreendida entre 01 e 07, inclusive, e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Junk Grade	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche beneficia de notação de *rating* inferior a BBB (correspondente à notação mais baixa das três agências de *rating*) e 0 em caso contrário. Isto é, a variável *Junk Grade* assume o valor 1 se a hierarquia da notação de *rating* usada na construção das variáveis RATINGXXYYYY (identificada pelos dois primeiros dígitos XX) está compreendida entre 08 e 14, inclusive, e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Ano 20XX	Ano 20XX é uma variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche tiver sido emitida no ano 20XX e o valor zero caso contrário. Os anos para que foram construídas estas variáveis são 2000 a 2012, inclusive. ***Fonte***: Dealscan.
Montante	Logaritmo do montante de cada tranche do empréstimo expresso em dólares. ***Fonte***: Dealscan.
Maturidade	Prazo (maturidade) da tranche medido em meses. ***Fonte***: Dealscan.

Variável	Descrição
Sponsors	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche beneficia do apoio de um *sponsor* e 0 em caso contrário. A tranche é considerada como tendo o apoio de um *sponsor* quando uma entidade de financiamento (normalmente investidor de *private equity*) com uma participação no capital do mutuário, controla, pelo menos, 20% do capital do mutuário e, portanto, é considerado capaz de influenciar a gestão ou operações da empresa. ***Fonte***: Dealscan.
Moeda País	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a moeda do empréstimo é a moeda do país do mutuário e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Número Membros do Sindicato	Número total de credores membros do sindicato bancário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Líderes do país	Número de líderes do sindicato pertencentes ao país do mutuário a dividir pelo número total de líderes do sindicato. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Bancos do País	Número de membros do sindicato pertencentes ao país do mutuário a dividir pelo número total de membros do sindicato. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Número de Tranches	Número de tranches em cada programa de financiamento ao mutuário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Empréstimos Anteriores	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se o mutuário tem pelo menos um relacionamento de empréstimo anterior com o(s) credor(es) durante o período temporal de três anos precedentes à data de ativação do empréstimo atual. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Libor	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se o indexante da tranche é a Libor e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan.
Tipo "XX"	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche é do tipo XX e 0 em caso contrário. São considerados 7 tipos de tranches: *364 day facility*, *bridge*, *revolver line*, *term loan A*, *term loan B-C-D*, *outros term loan* e outros tipos. ***Fonte***: Dealscan.
Objetivo "XX"	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche é tem como objetivo XX e 0 em caso contrário. São considerados 12 objetivos para as tranches: linha de aquisição, investimento, propósitos empresariais, *CP Backup*, reembolso de dívida, LBO, *project finance*, *takeover*, imobiliária, *working capital*, aeronáutica e outros objetivos. ***Fonte***: Dealscan.
Segmento "XX"	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se o segmento da tranche tem como mercado XX e 0 em caso contrário. São considerados 8 segmentos de mercado para as tranches: *investment grade*, *non investment grade*, *high leverage*, *leveraged*, *institutional*, *asset based*, fusões & aquisições e outros segmentos. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Comissões	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche inclui as comissões no preço do *spread* disponibilizado pela base de dados e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan.
Governo Proprietário	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche é concedida a mutuário que é integralmente propriedade do governo e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan.
Setor	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se o mutuário pertence ao setor de atividade XX e 0 em caso contrário. Os mutuários são classificados em 28 setores de atividade. ***Fonte***: Dealscan.
PIB	Logaritmo do Produto Interno Bruto (PIB) do país do mutuário, expresso em dólares. São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: World Development Indicators, Banco Mundial.
***Rating* País**	Notação de *rating* do país do mutuário atribuída pelas agências S&P, Moodys e Fitch, na data anterior mais próxima à data de ativação do empréstimo atual. A variável varia entre 0 e 24, correspondentes aos 24 níveis de notação de risco, sendo que valores mais elevados significam um melhor nível de *rating* (e menor risco). São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: *Rating agencies*.

Para analisar se o tipo de sistema financeiro, o nível de desenvolvimento financeiro e o tipo de sistema legal são determinantes do *spread* de taxa de juro nos empréstimos bancários sindicados são efetuadas regressões utilizando como método de estimação - tal como em Bharath et al. (2011), Ferreira e Matos (2012) e Lin et al. (2011) - o Método do Mínimos Quadrados Ordinários (Ordinary Least Squares - OLS) com erros robustos de White para corrigir os problemas de heteroscedasticidade.

3.4.1. Tipo de Sistema Financeiro e Tipo de Sistema Legal

Alguma investigação tem, como se explicitou na revisão da literatura (Secção 3.2), chamado à atenção para a importância do tipo de sistema legal na proteção dos acionistas e credores das empresas, bem como para a importância da eficácia dos países na verificação do cumprimento da lei (*law enforcement*), no que respeita a assegurar uma efetiva tutela dos interesses dos investidores. Entre os trabalhos nesta área, como já referido, assumiram carácter seminal os estudos de La Porta et al. (1997, 1998), que distinguem os países conforme o seu tipo de sistema legal. De acordo com estes estudos, a proteção dos direitos dos investidores e dos credores depende da origem do seu sistema legal e da sua eficiência em matéria de *law enforcement*.

Neste contexto, La Porta et al. (1998) e Pistor et al. (2000) sustentaram que os países de Lei Socialista são os que possuem leis que mais protegem os investidores (face aos *insiders* da empresa, gestão ou acionistas dominantes), seguidos pelos países de Lei Comum e pelos países de Lei Civil. Entre estes últimos há graus distintos de proteção dos investidores, sendo que os países de Lei Civil Germânica apresentam níveis de proteção mais elevados, enquanto os países de Lei Civil Escandinava e de Lei Civil Francesa, por esta ordem, se caracterizam por apresentarem níveis de proteção mais fracos (La Porta et al., 1998).

Adicionalmente, para mencionar apenas alguns estudos, Esty e Megginson (2003) e Qian e Strahan (2007) evidenciaram a importância das leis e instituições no desenho dos contratos de empréstimos. Assim, os credores tenderão de ter presente que alguns ambientes legais e institucionais são mais propensos a fazer cumprir os contratos financeiros do que outros.

Em suma, por tudo quanto foi dito nos parágrafos anteriores e na revisão da literatura, julga-se existirem razões que justificam que se postule a hipótese de os custos de financiamento dos mutuários refletirem o tipo de sistema legal dos respetivos países. Em particular, a ser válida a conclusão de La Porta et al. (1997, 1998) de que a proteção dos investidores é mais forte nos países de Lei Comum, sendo seguidos pelos países de Lei Civil Germânica e Lei Civil Escandinava, e os países com menor nível de proteção são os de Lei Civil Francesa, esperar-se-ia que os custos de financiamento fossem mais baixos nos países de Lei Comum e mais altos nos países de Lei Civil Francesa. Todavia, La Porta et al. (1998) proporcionam evidência de que a qualidade da *law enforcement* é diferente de país para país e constatam que existe maior eficácia na execução das leis nos países de Lei Civil Escandinava e de Lei Civil Germânica, seguidos pelos países de Lei Comum, enquanto os países e Lei Civil Francesa são os que apresentam pior desempenho nesta matéria. Donde, a prevalecer o efeito «*enforcement*» de La Porta et al. (1997, 1998), será de esperar que uma vez mais sejam os mutuários de países de Lei Civil Francesa a suportar os *spreads* mais elevados, mas sejam os demais países de Lei Civil a beneficiar de menores custos de financiamento entre os mutuários. No que respeita aos países socialistas, o efeito nos custos também dependerá da preponderância do efeito da proteção formal (que teria um impacto negativo sobre os custos de financiamento dos mutuários destes países) ou da sua eficiência (que faria aumentar os custos de financiamento destes países face aos demais). É desta análise que trata a presente secção.

(i) Modelo Base

A Tabela 3.3 apresenta os resultados para as regressões estimadas. A primeira regressão do Painel A.1 indica que os coeficientes da origem legal do país Lei Civil Francesa e Lei Civil Germânica são negativos e estatisticamente significativos. Tal significa que, *ceteris paribus*, os mutuários dos países com Lei Civil obtêm financiamentos com menores taxas de juro do que os mutuários de países com Lei Comum. Os coeficientes das variáveis identificadoras dos países de Lei Socialista e dos países com Lei Civil Escandinava não são estatisticamente distintos de zero, pelo que globalmente não apresentam custos de financiamento distintos dos verificados para os emitentes de jurisdições com Lei Comum.

Tabela 3.3: A Importância do Sistema Legal no Custo do Financiamento

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan, enquanto os dados relativos ao sistema financeiro dos países foram obtidos na Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Para o sistema legal os países são classificados de acordo La Porta et al. (1997, 1998), Djankov et al. (2007) e Cumming et al. (2011). O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de *rating* atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas as variáveis *dummy* para classificar cada um dos sistemas legais: «Lei Comum», «Lei Civil Francesa», «Lei Civil Germânica», «Lei Civil Escandinava» e «Lei Socialista». São ainda apresentados testes para verificar se os coeficientes de cada uma das variáveis *dummy* para o sistema legal são estatisticamente diferentes entre si, sendo na hipótese nula testada a igualdade entre os respetivos coeficientes. O Painel A.2 apresenta os resultados para o *Wald test* entre as variáveis para o sistema legal, mostrando se os coeficientes são estatisticamente diferentes. A definição das variáveis consta da Tabela 3.2. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

	Painel A.1			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-93,5 ***	132,1 ***	245,6 ***	-83,7 ***
Lei Civil Francesa	-41,5 ***	-23,9 ***	-64,8 ***	-44,6 ***
Lei Civil Germânica	-66,5 ***	-41,7 ***	-65,7 ***	-68,0 ***
Lei Civil Escandinava	-5,7	-30,1 ***	-60,9 ***	-1,3
Lei Socialista	6,7	0,1	-74,8 ***	22,9 **
Sponsors	24,6 ***	9,8	3,4	31,8 ***
Governo Proprietário	-33,5 ***	1,8	-16,2	-38,4 ***
Montante	-7,6 ***	-4,5 ***	-12,2 ***	-5,0 ***
Maturidade	0,0	0,0	-0,1	0,1 ***
Moeda País	-14,6 ***	-4,5 *	2,6	-17,1 ***
Comissões	25,5 ***	-2,9 **	30,5 ***	20,7 ***
Empréstimos Anteriores	0,1	-7,2 ***	-6,7 ***	3,5 ***
Número Membros do Sindicato	-1,0 ***	-0,1 **	-0,8 ***	-1,5 ***
Líderes do País	-6,5 ***	-3,8	1,6	-8,0 ***
Bancos do País	-7,8 ***	-1,9	-19,9 ***	-3,3
Rating País	-6,2 ***	-2,5 ***	1,9 *	-8,5 ***
PIB	14,2 ***	0,4	2,0	16,5 ***
Número de Tranches	4,6 ***	1,8 **	-1,4 *	5,4 ***
Libor	-15,1 ***	2,6	-49,0 ***	-17,6 ***
Rating	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Tipo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim
Objetivo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim
Segmento de Mercado	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
R^2	0,57	0,65	0,56	0,52
Adj. R^2	0,57	0,64	0,55	0,52
Número de Observações	81033	9077	17012	54944
	Panel A.2			
Lei Civil Francesa vs Germânica	11,1 ***	5,5 ***	0,1	9,1 ***
Lei Civil Francesa vs Escandinava	-7,5 ***	1,2	-0,2	-7,7 ***
Lei Civil Francesa vs Lei Socialista	-6,9 ***	-1,8 *	0,8	-7,2 ***
Lei Civil Germânica vs Escandinava	-12,2 ***	-2,1 **	-0,3	-11,4 ***
Lei Civil Germânica vs Lei Socialista	-10,3 ***	-3,1 ***	0,6	-9,7 ***
Lei Civil Escandinava vs Lei Socialista	-1,5	-2,1 **	0,7	-2,2 **

O Painel A.2 também deixa patente que os coeficientes são estatisticamente distintos entre si, com exceção dos coeficientes das variáveis «Lei Civil Escandinava» e «Lei Socialista». Assim, uma vez mais se confirma que, em termos globais, os custos de financiamento dos países de Lei Civil Escandinava e Lei Socialista não se distinguem entre si, e além disso (em face dos resultados do Painel A.1) não se distinguem dos de países de Lei Comum.

Todos os demais países de Lei Civil apresentam custos de financiamento mais baixo que os países de Lei Comum, e entre si são os de lei de influência germânica quem obtém financiamento com os *spreads* mais baixos.

As regressões para cada uma das subamostras apresentam resultados que merecem atenção. Entre os emitentes com notação de risco *Junk Grade*, todos os (outros) grupos de países obtêm *spreads* mais baixos que os países de Lei Comum. Para os emitentes com notação de risco *Investment Grade*, esta asserção apenas não é verdadeira para os emitentes dos países de Lei Socialista (cujo coeficiente estimado não é estatisticamente distinto de zero).

Trata-se, pois, de evidência de que os mutuários dos países de Lei Comum com *rating* e elevado risco de crédito são acrescidamente penalizados face a idênticos mutuários dos países de Lei Socialista e de Lei Civil. Além disso, conjugando com a análise ao Painel A.2, no interior deste último grupo não se encontram diferenças significativas. Quando os mutuários apresentam menor nível de risco (*Investment Grade*) os mutuários que pagam *spreads* mais baixos são de países com Lei Civil Germânica, seguidos pelos de Lei Civil Escandinava e Lei Civil Francesa em simultâneo, enquanto os de países com Lei Socialista e Lei Comum são os que pagam *spreads* mais elevados.

Na subamostra *Sem Rating* o coeficiente para a família Lei Civil Escandinava volta a não ter significância estatística e o coeficiente da variável «Lei Socialista» torna-se positivo, indicando que os mutuários destes países sem notação de risco de crédito atribuída têm de suportar os *spreads* mais elevados. Assim, para os emitentes mais opacos (*Sem Rating*) ao contrário do que se passa com os investimentos com *rating Junk Grade*, não é indiferente o tipo de Lei Civil do país (*vide* Painel A.2). Não ter *rating* atribuído é, pois, muito má notícia para os mutuários dos antigos países socialistas, seguido dos mutuários

de Lei Escandinava e de Lei Comum. Os mutuários de Lei Civil Germânica são os que suportam *spreads* mais baixos.

(ii) Modelo com Controlo pelo Tipo de Sistema Financeiro e Nível de Desenvolvimento Financeiro

No Painel A.1. da Tabela 3.4 são incluídas as variáveis relativas ao sistema financeiro, uma que classifica os países quanto ao tipo de sistema financeiro e outra relativa ao nível de desenvolvimento financeiro dos países do mutuário.

Assim, controlando pelo tipo de sistema financeiro («Estrutura-Agregada») e respetivo nível de desenvolvimento («Finanças-Agregada» ortogonalizada), os mutuários de Lei Civil Escandinava e os mutuários de Lei Socialista, globalmente, passaram a apresentar, por esta ordem, significância estatística negativa e positiva (Painel A.1). Entre os mutuários Lei Civil verifica-se, do Painel A.2, que os mutuários de países de influência germânica são os que pagam *spreads* mais baixos, seguidos dos mutuários de países com Lei Civil Francesa.

Nas subamostras verifica-se que os mutuários oriundos de países com Lei Civil suportam *spreads* mais baixos que os de países de Lei Comum (Painel A.1). Entre si não apresentam diferenças significativas no caso dos empréstimos *Junk Grade*, e nos outros casos os de Lei Germânica suportam juros mais baixos que os demais países de Lei Civil. Os países de Lei Socialista, por sua vez, suportam *spreads* mais altos que os de Lei Civil em todos os tipos de empréstimos, com exceção dos *Junk Grade* onde não há diferença significativa (Painel A.2). Face aos países de Lei Comum, os países de Lei Socialista suportam *spreads* mais altos quando considerada a amostra global, mas tal deve-se aos empréstimos *Sem Rating*, pois nos *Investment Grade* não há diferença significativa, e nos *Junk Grade* o coeficiente é negativo (Painel A.1).

Tabela 3.4: A Importância dos Sistema Legal e Financeiro no Custo do Financiamento

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan, enquanto os dados relativos ao sistema financeiro dos países foram obtidos na Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Para o sistema legal os países são classificados de acordo La Porta et al. (1997, 1998), Djankov et al. (2007) e Cumming et al. (2011). O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*"; "*Junk Grade*"; "*No Rating*". Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas: (i) a «Estrutura-Agregada», indicador do tipo de sistema financeiro do país e que consiste no primeiro componente principal que resulta da agregação dos componentes de Estrutura-Atividade, Estrutura-Dimensão e Estrutura-Eficiência; (ii) variáveis *dummy* para classificar cada um dos sistemas legais: «Lei Comum», «Lei Civil Francesa», «Lei Civil Germânica», «Lei Civil Escandinava» e «Lei Socialista»; (iii) «Desenvolvimento Ortogonal», indicador do nível de desenvolvimento financeiro do país, medido pelos resíduos da ortogonalização da variável «Finanças-Agregada», que consiste no primeiro componente principal dos indicadores de desenvolvimento da atividade, dimensão e eficiência dos países; (iv) variáveis dinâmicas que captam o efeito da interação entre cada uma das variáveis binárias para o tipo de sistema legal e a variável «Estrutura-Agregada». O Painel A.2, o Painel B.2 e o Painel B.3 apresentam os resultados dos testes - *Wald test* - para verificar se os coeficientes das variáveis do sistema legal são estatisticamente diferentes entre si, sendo na hipótese nula testada a igualdade entre os respetivos coeficientes. A definição das variáveis consta da Tabela 3.2. ***,** e *indicam significância estatística a 1%, 5% e10%, respetivamente, em testes bilaterais.

	Painel A.1				**Painel B.1**			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-257,7 ***	100,9 ***	491,1 ***	-236,8 ***	-294,6 ***	80,9 **	532,8 ***	-264,4 ***
Estrutura-Agregada	-2,6	4,2	9,1	3,2	7,4 ***	-4,4	44,3 ***	13,6 ***
Desenvolvimento Ortogonal	-81,7 ***	-34,7 ***	-48,6 ***	-84,7 ***	-82,9 ***	-36,3 ***	-41,9 ***	-85,0 ***
Lei Civil Francesa	-44,2 ***	-21,0 ***	-70,9 ***	-45,7 ***	-21,9 ***	-27,8 ***	-35,3 ***	-21,3 ***
Lei Civil Germânica	-71,8 ***	-38,1 ***	-67,2 ***	-70,8 ***	-77,4 ***	-59,5 ***	-31,6	-72,8 ***
Lei Civil Escandinava	-20,9 ***	-36,3 ***	-88,2 ***	-18,2 ***	-20,6 *	-50,3 ***	-0,9	-20,1
Lei Socialista	57,0 ***	18,1	-48,9 ***	79,0 ***	111,4 ***	-26,5 **	2,2	127,9 ***
Lei Civil Francesa * Estrutura-Agregada					-30,1 ***	4,8	-45,5 ***	-32,4 ***
Lei Civil Germânica * Estrutura-Agregada					13,6 **	26,0 ***	-39,8	9,3
Lei Civil Escandinava * Estrutura-Agregada					1,7	16,3	-119,7 ***	4,4
Lei Socialista * Estrutura-Agregada					-56,6 ***	39,5 ***	-60,3 ***	-54,0 ***
Sponsors	23,9 ***	8,0	3,1	31,0 ***	23,9 ***	7,8	3,4	30,9 ***
Governo Proprietário	-43,6 ***	-3,3	-23,8	-45,3 ***	-37,5 ***	-4,6	-19,0	-39,6 ***
Montante	-7,8 ***	-4,9 ***	-12,0 ***	-5,3 ***	-7,8 ***	-4,9 ***	-11,9 ***	-5,2 ***
Maturidade	0,0 **	0,0	-0,1	0,1 ***	0,0 ***	0,0	-0,1	0,1 ***
Moeda País	-8,5 ***	-2,1	5,5	-9,9 ***	-9,7 ***	-1,4	4,7	-11,4 ***
Comissões	25,0 ***	-3,1 ***	30,7 ***	19,5 ***	24,9 ***	-3,1 ***	30,3 ***	19,4 ***
Empréstimos Anteriores	0,7	-6,7 ***	-6,3 ***	3,9 ***	0,7	-6,8 ***	-6,0 ***	3,8 ***
Número Membros do Sindicato	-1,0 ***	-0,1 **	-0,8 ***	-1,4 ***	-1,0 ***	-0,1 **	-0,8 ***	-1,4 ***
Líderes do País	-8,6 ***	-5,0	1,3	-10,3 ***	-8,4 ***	-5,2 *	1,4	-10,0 ***
Bancos do País	-7,2 ***	-1,3	-19,4 ***	-2,6	-6,6 ***	-1,0	-19,9 ***	-1,9
Rating País	0,6	0,8	6,9 ***	-1,6 ***	0,9 *	0,7	6,5 ***	-1,4 **
PIB	14,9 ***	-1,3	-11,3 ***	16,6 ***	15,7 ***	-0,2	-13,5 ***	17,0 ***
Número de Tranches	4,5 ***	1,6 **	-1,0	5,3 ***	4,5 ***	1,6 **	-1,1	5,4 ***
Libor	-18,4 ***	2,7	-53,4 ***	-21,0 ***	-20,3 ***	2,0	-56,0 ***	-22,8 ***
Rating	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Tipo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Objetivo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Segmento de Mercado	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R^2	0,57	0,65	0,56	0,53	0,58	0,65	0,56	0,53
Adj. R^2	0,57	0,65	0,55	0,53	0,57	0,65	0,56	0,53
Número de Observações	80729	9063	16955	54711	80729	9063	16955	54711
	Panel A.2				**Panel B.2**			
Lei Civil Francesa vs Germânica	12,3 ***	5,2 ***	-0,4	9,9 ***	12,2 ***	4,7 ***	-0,2	10,3 ***
Lei Civil Francesa vs Escandinava	-4,7 ***	2,9 ***	0,9	-4,7 ***	-0,1	2,1 **	-0,9	-0,1
Lei Civil Francesa vs Lei Socialista	-13,2 ***	-2,7 ***	-1,4	-12,2 ***	-10,6 ***	-0,1	-1,6	-9,4 ***
Lei Civil Germânica vs Escandinava	-9,7 ***	-0,3	1,1	-8,7 ***	-4,6 ***	-0,8	-0,7	-3,9 ***
Lei Civil Germânica vs Lei Socialista	-16,7 ***	-3,9 ***	-1,0	-14,6 ***	-14,5 ***	-2,8 **	-1,1	-12,3 ***
Lei Civil Escandinava vs Lei Socialista	-8,4 ***	-3,5 ***	-1,5	-8,2 ***	-7,7 ***	-1,6	-0,1	-7,3 ***
					Panel B.3			
Lei Civil Francesa vs Germânica					-7,4 ***	-2,4 **	-0,2	-6,4 ***
Lei Civil Francesa vs Escandinava					-2,4 **	-0,9	1,7 *	-2,5 ***
Lei Civil Francesa vs Lei Socialista					2,5 **	-3,2 ***	0,8	1,6
Lei Civil Germânica vs Escandinava					0,9	0,7	1,6	0,3
Lei Civil Germânica vs Lei Socialista					6,3 ***	-1,1	0,7	4,5 ***
Lei Civil Escandinava vs Lei Socialista					3,6 ***	-1,6	-1,3	3,0 ***

O Painel A.1 deixa também claro que os mutuários de países financeiramente mais desenvolvidos obtêm empréstimos com *spreads* mais baixos, resultado consistente com o que se tinha concluído no Capítulo 2. Todavia, o facto de o sistema financeiro ser mais orientado para o mercado ou mais orientado para os bancos não é estatisticamente significativo para a determinação do *spread*. Assim, o efeito da variável «Estrutura-Agregada» parece ser captado pelas variáveis relativas ao tipo de sistema legal dos países do mutuário.[83]

No Painel B.1 acrescenta-se o produto entre a variável «Estrutura-Agregada» e as variáveis identificativas do tipo de sistema legal. Após a consideração deste efeito dinâmico, o efeito do nível de desenvolvimento financeiro mantém-se inalterado, e a variável «Estrutura-Agregada» passa a apresentar efeito positivo e significativo, com exceção da subamostra *Investment Grade* onde não tem significância. O efeito residual global do tipo de sistema financeiro volta, pois, como concluído no Capítulo 2 a ser positivo. Todavia, a interação entre as variáveis «Estrutura-Agregada» e tipo de sistema legal mostra que o efeito do tipo de sistema financeiro pode depender muito do tipo de sistema legal.[84] De facto, os coeficientes dos produtos cruzados têm sinais mistos. Assim, com a amostra global, quando se trata de emitentes de países de Lei Civil Francesa ou Lei Socialista mais próximos do sistema financeiro baseado no mercado,[85] prevalece o efeito negativo (associado ao tipo de sistema legal), ao passo que quando se trata de emitentes de países de lei civil de influência germânica o efeito (positivo) da variável «Estrutura-Agregada». No caso dos escandinavos o coeficiente do produto das variáveis não é estatisticamente significativo.

[83] Foram efetuadas algumas análises de robustez para perceber a fiabilidade destes resultados. Procedeu-se à estimação de regressões adicionais, a maioria das quais através da seleção de amostras mais pequenas (subamostras) de acordo com critérios definidos na análise de robustez: (i) exclusão da variável "comissões incluídas"; (ii) empréstimos que apenas tenham usado a taxa de referência LIBOR e EURIBOR; (iii) empréstimos apenas em dólares americanos ou em euros ou em ambos; (iv) eliminar os empréstimos dos mutuários norte-americanos. Os resultados para cada um destes pontos não são reportados em tabelas. Da sua análise percebe-se que os resultados são consistentes com as conclusões obtidas para a amostra total.

[84] Estes resultados igualmente patenteiam que o tipo de sistema legal não elimina o tipo de sistema financeiro, bem como tornam claro que não há uma associação entre o tipo de sistema financeiro e o tipo de sistema legal. O facto de os coeficientes dos produtos cruzados serem distintos para subgrupos do grupo lei civil (vejam-se os coeficientes das variáveis Lei Civil Francesa e Lei Civil Germânica) é disso evidência.

[85] Os países de Lei Socialista são, aliás, aqueles que apresentam o coeficiente mais baixo (vide Painel B.3).

Os resultados dos produtos cruzados são, porém, mais impressivos no caso dos emitentes *Junk Grade*. Aqui os sinais são todos negativos (ainda que não significativos no caso germânico), indicando que quanto mais baseados no mercado forem os sistemas financeiros, mais os emitentes de países de Lei Civil ou Socialista têm custos de financiamento mais baixos que os emitentes de países de Lei Comum. No caso dos emitentes *Investment Grade* o efeito é o oposto, particularmente para os emitentes germânicos e de países socialistas.

No que respeita ao efeito remanescente do tipo de sistema legal, o Painel B.1 da Tabela 3.4 evidencia que as variáveis identificativas dos tipos de sistema legal mantêm os resultados apresentados no painel anterior.[86] Contudo, os mutuários de países de origem Lei Civil Escandinava na subamostra *Sem Rating* voltam a apresentar uma relação negativa sem significância estatística. Na subamostra *Junk Grade* apenas os mutuários de países de Lei Civil Francesa apresentam um efeito negativo estatisticamente significativo.

O Painel B.2 também deixa patente que, não obstante o efeito negativo ser generalizado a todos os tipos de Lei Civil, os coeficientes são estatisticamente distintos entre si, com exceção dos coeficientes para os países de Lei Civil Francesa face à Lei Civil Escandinava. Essa diferença é desde logo visível quando se atenta nesses coeficientes reportados no Painel B.1, mas igualmente a sua significância estatística é confirmada pelos testes reportados no Painel B.2. Verifica-se, assim, que, *ceteris paribus*, os mutuários de origem Lei Civil Germânica obtêm os *spreads* mais baixos, seguidos pelos de Lei Civil *Francesa* e pelos de Lei Civil Escandinava. Estes resultados podem ser lidos à luz do *ranking* dos grupos de países em matéria de *law enforcement*. Nesta linha, os mutuários de países Lei Civil Germânica, que (de acordo com La Porta et al., 1998) se caracterizam por serem os segundos com melhor *law enforcement*, são os que são chamados a pagar menores *spreads*. Todavia, apesar de os países Lei Civil Escandinava serem os que apresentam melhor *ranking* em termos de *law enforcement* (ainda de acordo

[86] A amostra é constituída por cerca de 60% de empréstimos a mutuários originários dos EUA. Assim, no Painel A do Anexo X apresentam-se regressões que procuram controlar o efeito do peso dos mutuários norte-americanos na amostra. Para testar este efeito foi introduzida uma nova variável que identifica os países da Lei Comum que não os EUA, variável «Lei Comum sem USA». Os resultados obtidos permitem evidenciar que os mutuários norte-americanos são efetivamente aqueles que obtêm empréstimos mais caros. Todavia, com exceção dos mutuários de países com Lei Socialista, os outros mutuários não norte-americanos de países com Lei Comum são os que obtêm menor vantagem nos *spreads* face aos norte-americanos, quando comparado com os restantes. As mesmas conclusões mantêm-se nas subamostras.

com La Porta et al., 1998), são os mutuários de países com Lei Civil Francesa que conseguem os empréstimos mais baratos a seguir aos germânicos, embora a diferença face aos de Lei Civil Escandinava não seja estatisticamente significativa. Os mutuários dos países com pior *ranking* em mateira de *law enforcement* (Lei Socialista) obtêm os financiamentos mais caros. Assim, para a determinação do *spread* do financiamento parece ser relevante a característica do país *law enforcement,* até mais do que a proteção teórica dos direitos dos credores. Neste sentido, estes resultados são consistentes com o que concluíram Bae e Goyal (2009).

Resumindo, em geral, os mutuários de países com Lei Civil suportam os *spreads* mais baixos, enquanto os mutuários de países socialistas suportam os *spreads* mais elevados. De entre os países de Lei Civil os mutuários de países germânicos são os que pagam *spreads* mais baixos. Os mutuários de Lei Comum são os segundos que pagam maior *spreads* pelos financiamentos. Estes resultados permanecem para os mutuários *Sem Rating*. Nos mutuários *Investment Grade,* os que estão sujeitos a Lei Civil Escandinava e Lei Civil Germânica suportam os *spreads* mais baixos e os mutuários com Lei Comum e Lei Socialista suportam os *spreads* mais elevados. Para os mutuários *Junk Grade* a proteção e o *enforcement* parecem não ser tão relevantes na definição do *spread* da taxa de juro, sobressaindo apenas que os mutuários com Lei Comum são os que pagam maiores *spreads*.

Assim, da análise efetuada parece resultar que os mutuários de países com melhor execução das leis (*law enforcement*) suportam os *spreads* mais baixos. Deste modo, a ser válida a conotação entre a origem do sistema legal e o nível de proteção e de *enforcement* da lei documentada por La Porta et al. (1997, 1998), mais do que os direitos (teóricos) de proteção dos credores, concluímos que, tal como Bae e Goyal (2009), a execução da lei parece ser relevante para a determinação do *spread* pago pelos mutuários.

3.4.2. Modelo com Controlo pelos Três Sistemas

Em adição à análise do sistema financeiro e do sistema legal, nesta secção também é considerada a classificação dos países dos mutuários em função do seu tipo de sistema de

governo societário. Assim, dado que os mutuários estão envolvidos no contexto do seu país de origem que, por sua vez, é caracterizado, em simultâneo, por um determinado sistema financeiro, um sistema de *governance* e um sistema legal, importa evidenciar a importância de cada sistema no custo dos empréstimos sindicados. No entanto, da matriz de correlação, apresentada no Anexo IV, constata-se, uma vez mais, a elevada correlação (99%) entre os países de *governance* anglo-saxónicos e os países de Lei Comum. Uma análise mais detalhada à base de dados permite verificar que os seis países identificados como tendo um sistema de governo anglo-saxónico apresentam um sistema legal de Lei Comum. Ao mesmo tempo, cerca de 94% dos empréstimos de países com Lei Comum têm um sistema de governo anglo-saxónico. Deste modo, parece existir uma sobreposição dos países identificados como anglo-saxónicos e como tendo Lei Comum. Daqui parecem resultar problemas de multicolinearidade quando utilizados os três sistemas em simultâneo na análise de regressões. Para analisar o problema da multicolinearidade também foi analisado o indicador *Variance Inflation Factors* que permitiu confirmar a elevada correlação entre estas variáveis. Como tal, decidiu-se não efetuar estas regressões.

Todavia, da análise aos países dos mutuários que constituem a amostra, presentes no Anexo I, verifica-se que existem países que pertencem simultaneamente ao grupo de países com sistema financeiro baseado nos bancos, sistema de governo continental e sistema legal civil (*Dummy* Grupo I) e também países que pertencem simultaneamente ao grupo de países com sistema financeiro baseado nos mercados, sistema de governo anglo-saxónico e sistema legal comum (*Dummy* Grupo II). No Grupo I foram identificados 1.005 mutuários de 9 países que contratualizaram 4.010 tranches de empréstimo em 1.599 programas de financiamento. No Grupo II foram incluídos 18.396 mutuários de quatro países que financiaram 59.984 tranches de empréstimos em 36.288 programas de financiamento. Os resultados observados do Painel C.2 do Anexo XI evidenciam que os mutuários pertencentes ao Grupo I suportam menores *spreads* do que os mutuários pertencentes ao Grupo II. Estes resultados mostram que os mutuários de países com um relacionamento próximo dos bancos, com governo do tipo continental e com sistema legal civil (países do Grupo I) obtêm *spreads* mais baixos e que os mutuários de países baseados em relacionamento de mercado, com governo do tipo anglo-saxónico e com sistema legal comum e socialista (países do Grupo II) suportam os *spreads* mais elevados,

o que não pode deixar de considerar-se consentâneo com a tese da vantagem informacional decorrente do relacionamento bancário.

3.4.3. A Inclusão de Cláusulas de Proteção dos Empréstimos

Um dos motivos pelos quais a legislação do país do mutuário é relevante para a análise dos empréstimos está relacionado com a necessidade de se perceber se essa legislação permite assegurar o retorno ou reembolso dos empréstimos concedidos pelos credores. A existência de legislação que proteja efetivamente os direitos dos credores terá reflexos positivos na concessão de crédito e nas demais condições acordadas nos contratos. Além da legislação os credores procuram, em sede de negociação direta com os mutuários, acordar cláusulas de proteção com o intuito de diminuir o seu risco de crédito. Neste sentido, são aqui estudadas as implicações da inclusão de cláusulas de proteção nos contratos relativos a colaterais, *covenants*, senioridade e fiadores. Daqui resulta que seja natural que, em contrapartida da diminuição do seu risco, os credores estejam dispostos a cobrar *spreads* mais baixos. Pode, no entanto, acontecer que apenas os mutuários mais opacos e com menor qualidade de crédito estejam disponíveis para aceitar as cláusulas de proteção. Nestas situações os credores poderão penalizar os mutuários cobrando *spreads* mais elevados.

Deve também ter-se em consideração que a inclusão de cláusulas de proteção dos direitos dos credores pode induzir uma menor preocupação destes com a proteção dos seus direitos através da legislação do país. Simultaneamente, pode ainda assumir maior relevância a capacidade de os credores fazerem cumprir (*enforcement*) os seus direitos de proteção.

Assim, nesta secção procura-se estudar as cláusulas de proteção. Para tal são analisados os efeitos dos colaterais, senioridade, *covenants* e fiador. A inclusão de colaterais permite que os credores obtenham ativos fixos dados em garantia como forma de conseguirem recuperar o valor do financiamento, através da sua ulterior alienação. A introdução da senioridade nos contratos de financiamento permite aos credores a obtenção de direitos prioritários sobre os ativos do mutuário. A imposição de *covenants* nos contratos de

empréstimo permite ao credor controlar a evolução da empresa e do empréstimo de forma a antecipar potenciais problemas que possam ocorrer e que induzam o incumprimento dos mutuários, colocando em causa o reembolso do empréstimo ao credor. Por norma a violação de alguma cláusula de *covenants* dá ao credor o direito de acelerar o pagamento do empréstimo ou terminar o financiamento. O contrato de empréstimo pode ainda ser garantido por uma terceira entidade, o fiador, que assegure os pagamentos que não venham a ser efetuados pelo mutuário. Embora os credores, com estas cláusulas, conquistem uma maior proteção nos seus empréstimos e, por essa razão, estejam dispostos a cobrar *spreads* mais baixos, também têm conhecimento que provavelmente serão os mutuários menos transparentes que estarão mais disponíveis a aceitar estas cláusulas, pelo que exigem *spreads* mais elevados a estes mutuários.

Para analisar o efeito de cada uma destas cláusulas no *spread* negociado nos contratos de financiamento são utilizadas as seguintes quatro variáveis recolhidas da base de dados Dealscan:

- «*Colateral*», variável binária (*dummy*), que toma o valor 1 se a *tranche* é garantida por colateral e 0 em caso contrário;
- «*Covenant*», variável binária (*dummy*), que assume o valor 1 se o mutuário fica sujeito a algum tipo de restrição ou obrigação de conduta (*covenant*) e 0 em caso contrário;
- «*Senioridade*», variável binária (*dummy*), que assume o valor 1 se o crédito é sénior (isto é, não é contratada qualquer tipo de subordinação) e 0 em caso contrário;
- «*Fiador*», variável binária (*dummy*), que toma o valor 1 se a *tranche* beneficia de algum tipo de garantia dada por um terceiro (*guarantor*) e 0 em caso contrário.

No processo de estimação das regressões para estudar os fatores determinantes do *spread* nos empréstimos sindicados foi considerado que as diversas cláusulas de financiamento são negociadas em simultâneo (Melnik e Plaut, 1986; Dennis et al., 2000; Santos e Winton, 2008) e que tal situação pode causar problemas de endogeneidade na relação entre o *spread* e aquelas cláusulas (Dennis et al., 2000; Brick e Palia, 2007; Francis et al., 2012; Hasan et al., 2012; e Menkhoff et al., 2012). Neste sentido é utilizado o método de

estimação de duas etapas, com utilização de variáveis instrumentais. Para esse efeito, utilizaram-se os seguintes instrumentos:

- «*Concentração dos Empréstimos*» é o instrumento usado para o colateral, construído como a divisão do montante do empréstimo contratado pelo montante total dos empréstimos de cada mutuário na amostra (adaptado de Bharath et al., 2011);
- «*Reputable Arranger*» e «*Número de Covenants*» são os instrumentos usados para os *covenants* (Costello e Wittenberg-Moerman, 2011), que servem para perceber o nível de assimetria de informação no sindicato bancário. A variável «*Reputable Arranger*» é um indicador que toma o valor um se o empréstimo é sindicado por um dos seis principais bancos organizadores do sindicato (*arranger*) – determinado com base na quota de mercado média do *arranger* no mercado de empréstimos primários, sendo que no caso de múltiplos *arrangers* se considera a maior quota de mercado entre os bancos envolvidos na transação – e zero em caso contrário;
- «*Empréstimo Sindicado*» e «*Fiador-Indústria*» são os instrumentos usados para os fiadores. A variável «*Fiador-Indústria*» foi calculada a partir da média do setor atividade relativa a empréstimos obtidos pelos mutuários em períodos anteriores, tal como Lin et al. (2011) e Bharath et al. (2011) aplicam a outras variáveis;
- «*Sénior-Indústria*» é o instrumento usado para a senioridade que foi definida como a média do setor de atividade referente a empréstimos obtidos pelos mutuários em períodos anteriores.

No Painel A da Tabela 3.5, para a análise da relevância do sistema legal, confirmam-se resultados anteriores de que os mutuários de países com Lei Civil suportam *spreads* inferiores aos de países com Lei Comum. Estes resultados mantêm-se consistentes nas subamostras analisadas. De notar que os mutuários de países de Lei Socialista são os que pagam *spreads* mais elevados. Ainda assim, nos mutuários com nível de risco atribuído (subamostra *Investment Grade* e *Junk Grade*), o *spread* pago pelos mutuários de países com Lei Socialista não é estatisticamente distinto do *spread* suportado pelos mutuários de países com Lei Comum.

Tabela 3.5: A Proteção dos Empréstimos nos Países do Mutuário

Esta tabela apresenta as regressões do método de estimação de mínimos quadrados em duas etapas (2SLS) corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan, enquanto os dados relativos ao sistema financeiro dos países foram obtidos na Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Para o sistema legal os países são classificados de acordo La Porta et al. (1997, 1998), Djankov et al. (2007) e Cumming et al. (2011). O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de *rating* atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas: (i) a «Estrutura-Agregada», indicador do tipo de sistema financeiro do país e que consiste no primeiro componente principal que resulta da agregação dos componentes de Estrutura-Atividade, Estrutura-Dimensão e Estrutura-Eficiência; (ii) variáveis *dummy* para classificar cada um dos sistemas legais: «Lei Comum», «Lei Civil Francesa», «Lei Civil Germânica», «Lei Civil Escandinava» e «Lei Socialista»; (iii) «Desenvolvimento Ortogonal», indicador do nível de desenvolvimento financeiro do país, medido pelos resíduos da ortogonalização da variável «Finanças-Agregada», que consiste no primeiro componente principal dos indicadores de desenvolvimento da atividade, dimensão e eficiência dos países; (iv) variáveis relativas à segurança ou proteção do reembolso: «Colateral», variável binária *dummy* que toma o valor 1 se a tranche é garantida por colateral 0 em caso contrário; «*Covenant*», variável binária *dummy* que assume o valor 1 se o mutuário fica sujeito a algum tipo de restrição ou obrigação de conduta (cláusula restritiva) e 0 em caso contrário; «Fiador», variável binária *dummy* que toma o valor 1 se a tranche beneficia de algum tipo de garantia dada por um terceiro (*guarantor*) e 0 em caso contrário e; «Senioridade», variável binária *dummy* que assume o valor 1 se o crédito é sénior, isto é, não é contratada qualquer tipo de subordinação 0 em caso contrário; (v) a «Proteção», índice que resulta da soma de um ponto por cada resposta positiva às seguintes questões: "1- O empréstimo sindicado tem colaterais?"; "2- O empréstimo sindicado tem pelo menos um *covenant*?"; "3- O empréstimo sindicado tem fiador(es)?"; "4- O empréstimo sindicado tem senioridade?". No Painel A.1 e B.1 são apresentados os resultados para a estimação 2SLS com variáveis instrumentais. São utilizadas a variável «*Concentração dos Empréstimos*» como instrumento para o colateral, a «R*eputable Arranger*» e «*Número de Covenants*» como instrumentos para os *covenants*, o «*Empréstimo Sindicado*» e o «*Fiador-Indústria*» como instrumento para os fiadores e «*Sénior-Indústria*» como instrumento para a senioridade. O Painel A.2 e Painel B.2 apresentam os testes relativos à endogeneidade e validação dos instrumentos utilizados: (a) o teste de qui-quadrado de Durbin-Wu-Hausman, tem como hipótese nula que as variáveis explicativas são exógenas com o *spread*, pelo que a sua rejeição implica que essas variáveis são efetivamente endógenas e valida a abordagem pelas variáveis instrumentais (o valor de prova refere-se ao *p-value*); (b) o teste de Sargan para a sobreidentificação de restrições, tem por hipótese nula as restrições de sobreidentificação serem válidas, pelo que as variáveis instrumentais não estão correlacionadas com algum conjunto de resíduos e, portanto, são instrumentos aceitáveis (o valor de prova refere-se ao *p-value*); (c) a estatística de Cragg-Donald é comparada com o valor crítico apresentado em Stock e Yogo (2005) para uma estimativa de variável endógena e quando a estatística de Cragg-Donald for superior ao valor crítico de Stock e Yogo (2005) os instrumentos utilizados são relevantes; (d) a estatística J de Hansen para restrições de sobreidentificação, tem como hipótese nula que o modelo está bem especificado e que as condições de ortogonalidade são verificadas (correlações entre os instrumentos e o termo de erro são zero), pelo que a sua rejeição implica que os instrumentos não são relevantes nem válidos (o valor de prova refere-se ao *p-value*); (e) a estatística F, no caso de a regressão apenas conter uma única variável endógena, deve ser também analisada a primeira etapa da estatística F, sendo que quando a primeira etapa da estatística F é superior ao *benchmark* de 10, sugerido por Staiger e Stock (1997), se confirma a relevância dos instrumentos na equação. A definição das variáveis do caso base consta da Tabela 3.2. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10% respetivamente, para testes bilaterais.

Tabela 3.5: A Proteção dos Empréstimos nos Países do Mutuário (continuação)

	Painel A.1				**Painel B.1**			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-512,8 ***	-105,8	905,9 ***	-536,2 ***	-270,5 ***	93,4 ***	452,5 ***	-270,7 ***
Estrutura-Agregada	11,4	8,5	15,1 *	4,5	0,3	6,8 ***	14,4 *	6,2 **
Desenvolvimento Ortogonal	-80,6 ***	-57,1 ***	-54,5 ***	-87,3 ***	-82,2 ***	-33,8 ***	-62,3 ***	-85,5 ***
Lei Civil Francesa	-57,3 ***	-12,1 *	-72,1 ***	-51,1 ***	-44,0 ***	-21,5 ***	-69,7 ***	-44,0 ***
Lei Civil Germânica	-65,3 ***	-21,1 **	-74,0 ***	-67,6 ***	-68,9 ***	-37,0 ***	-66,5 ***	-65,9 ***
Lei Civil Escandinava	-36,5 ***	-27,5 ***	-102,5 ***	-23,1 *	-19,6 ***	-36,7 ***	-93,3 ***	-14,5 ***
Lei Socialista	55,8 **	-27,6	-1,1	121,9 ***	55,0 ***	17,4 **	-31,1 *	71,5 ***
Sponsors	34,5 ***	-15,4	6,8	44,6 ***	25,3 ***	9,8	2,8	35,5 ***
Governo Proprietário	-56,2 ***	-18,7 *	-15,9	-58,8 ***	-40,1 ***	-4,0	-21,0	-40,0 ***
Montante	-5,1 ***	-5,9 ***	-11,2 ***	-1,4 *	-7,7 ***	-4,9 ***	-11,8 ***	-4,7 ***
Maturidade	0,3 ***	0,1	-0,1	0,3 ***	0,1 ***	0,1 ***	-0,1	0,1 ***
Moeda País	-13,8 ***	5,3	-1,5	-15,7 ***	-6,1 ***	-0,7	6,4	-5,2 **
Comissões	14,5 ***	5,6	18,3	3,9	22,9 ***	-4,4 ***	30,3 ***	15,8 ***
Empréstimos Anteriores	0,8	-1,3	-7,1 ***	3,5 *	0,6	-6,5 ***	-6,1 ***	3,0 ***
Número Membros do Sindicato	-1,9 ***	0,3 *	-0,8 ***	-3,0 ***	-0,9 ***	-0,1 ***	-0,8 ***	-1,4 ***
Líderes do País	-19,5 ***	-1,1	-1,8	-22,2 ***	-7,2 ***	-4,7	1,5	-6,5 **
Bancos do País	-12,9 ***	0,2	-18,2 **	-7,7	-9,3 ***	-2,3	-18,2 ***	-6,5 **
Rating País	0,3	2,4 *	8,9 ***	-1,3	0,7	0,6	9,8 ***	-1,7 ***
PIB	8,8 **	-2,4	-16,6 ***	13,7 ***	14,8 ***	-1,8 *	-13,1 ***	16,6 ***
Número de Tranches	8,5 ***	-0,1	0,4	13,4 ***	4,2 ***	1,6 ***	-0,9	4,6 ***
Libor	-33,1 ***	2,5	-53,2 ***	-38,4 ***	-18,8 ***	1,9	-53,6 ***	-18,7 ***
Colateral	-82,9 ***	233,1 **	-88,0	-141,6 ***				
Covenants	91,2 ***	-36,7 ***	43,9	138,7 ***				
Senioridade	-176,5 **	109,6 *	-6,2	-103,9				
Fiador	448,2 ***	127,2	-340,1 ***	399,8 ***				
Proteção					5,5 ***	5,7 ***	-1,1	14,3 ***
Rating	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Tipo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Objetivo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Segmento de Mercado	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R^2	0,24	0,09	0,51	0,13	0,58	0,65	0,56	0,53
Adj. R^2	0,24	0,08	0,51	0,13	0,58	0,65	0,55	0,53
Número de Observações	76516	8961	16544	51011	76516	8961	16544	51011
	Painel A.2				**Painel B.2**			
Teste de endogeneidade								
- teste de Durbin, Wu-Hausman	447,80	71,84	9,72	385,24	165,94	4,17	0,33	331,05
- valor de prova	0,00	0,00	0,05	0,00	0,00	0,04	0,56	0,00
Teste de Sargan para a sobre-identificação								
- teste LM	1,32	0,88	243,92	530,62	5,38	68,86	9,26	330,03
- valor de prova	0,52	1,00	0,00	0,00	0,15	0,00	0,41	0,00
Teste com instrumento fraco								
Estatística de Cragg-Donald					12852,10	1678,90	3465,98	7473,75
Stock-Yogo (2005) (valor crítico)					26,87	26,87	26,87	26,87
Estatística-F de primeira-fase					16052,00	2098,45	4332,30	9329,46
Estatística J de Hansen	2,26	1,27	8,21	1,98	8,08	37,22	9,50	11,42
- valor de prova	0,52	0,74	0,04	0,58	0,15	0,00	0,09	0,04

Da análise às variáveis relativas às cláusulas de proteção nos contratos de empréstimos incluídas na tabela verifica-se que os mutuários com contratos de empréstimo que incluam colaterais e que a dívida seja sénior suportam, de acordo com as expectativas, menores *spreads* do que os mutuários que não negoceiam estas cláusulas de garantia. Desta forma, como os credores parecem associar a inclusão daquelas cláusulas de proteção nos contratos como efetivamente protegendo a sua posição de credor, estão dispostos a financiar com *spreads* mais baixos. A existência de *covenants* e a necessidade de chamar terceiras entidades como fiadores nos contratos de financiamento parece ser

penalizada pelos credores com a cobrança de maiores *spreads*, sinónimo de que os mutuários que contratualizam estas cláusulas serão os que apresentam maior risco de incumprimento.

Ao nível das subamostras, estes efeitos mantêm-se para os mutuários *Sem Rating*, embora a senioridade tenha perdido significância estatística. Na subamostra *Investment Grade* os credores parecem valorizar os *covenants* para baixar os *spreads* cobrados, pelo que nestes mutuários estas cláusulas são mesmo percebidas pelos credores como podendo proteger os seus interesses. No entanto, o colateral e a prioridade quanto ao reembolso em caso de incumprimento (senioridade) nos mutuários com menor nível de risco são percecionadas de forma negativa pelos credores, que cobram maiores *spreads*. Os credores de mutuários *Junk Grade* apenas relevam de forma positiva a existência de fiadores cobrando *spreads* mais baixos. Deste modo, a existência de uma terceira entidade como fiadora é a única cláusula de proteção relevante para a determinação do *spread* nos mutuários *Junk Grade*.[87]

No Painel B as quatro variáveis utilizadas na definição da proteção dos credores são substituídas por um índice que mede a quantidade de garantias incluídas nos contratos de financiamento. A variável «Proteção» é um índice que resulta da soma de um ponto por cada resposta positiva às seguintes questões: 1- O empréstimo sindicado tem colaterais?; 2- O empréstimo sindicado tem pelo menos um *covenant*?; 3- O empréstimo sindicado tem fiador(es)?; 4- O empréstimo sindicado tem senioridade?. Um valor mais elevado representa um maior nível de proteção dos credores. No que se refere às variáveis para o sistema financeiro observa-se que o nível de desenvolvimento financeiro afeta negativamente os *spreads*, pelo que os mutuários de países mais desenvolvidos financeiramente pagam menores *spreads*, enquanto o tipo de sistema financeiro mais orientado para o mercado induz o pagamento de maiores *spreads* em todas as

[87] Atendendo a que as condições de financiamento são negociadas em diferentes momentos de tempo, sendo primeiro determinadas as condições não preço (maturidade, montante, colaterais, *covenants*, …) e só depois é negociado o *spread* (S&P, 2009; Bharath et al., 2011), foi decidido efetuar uma análise de robustez aos resultados encontrados. Para tal, é utilizado o método de estimação de duas etapas para modelos de equações simultâneas com variáveis dependentes limitadas, cujos resultados são apresentados no Painel D do Anexo VIII. Os resultados para as cláusulas de proteção permitem validar as conclusões a partir dos resultados na Tabela 2.8. De salientar apenas que na subamostra *Junk Grade* apenas a senioridade está negativamente associada ao *spread* e que na subamostra *Sem Rating* também a senioridade está positivamente relacionada com o *spread*.

subamostras. Os resultados para as variáveis relativas ao sistema legal são semelhantes aos analisados anteriormente.[88]

A variável «Proteção» está positivamente associada ao *spread*, pelo que os mutuários com mais cláusulas de proteção dos credores são penalizados com *spreads* mais elevados. Os credores parecem não valorizar os mutuários que aceitam um maior número de cláusulas de proteção pois esse facto, por si só, é encarado como tendo um efeito de sinalização negativo sobre a qualidade de crédito do mutuário. A ideia subjacente prende-se com os mutuários de melhor qualidade de crédito não estarem disponíveis para aceitar muitas cláusulas de proteção. Por outras palavras, a variável «Proteção» parece ter um efeito complementar e não substituto do *spread*. Quem tem de oferecer cláusulas de proteção aos mutuantes também tem de pagar *spreads* mais elevados, pelo que essas cláusulas não "substituem" os *spreads*. Os resultados mantêm-se nas subamostras, com exceção dos mutuários *Junk Grade*. Apesar de estes mutuários necessitarem, pela sua fraca qualidade creditícia, de oferecer maiores garantias aos credores, parecem não valorizar estas cláusulas, talvez pelo facto de as mesmas oferecerem baixa proteção e efetivamente não constituírem uma autêntica opção de proteção. Donde, neste caso a variável «Proteção» não tem efeito de substituição nem de complementaridade.

Ao nível das variáveis para o sistema financeiro constata-se que o efeito negativo do desenvolvimento financeiro se mantém - quanto mais financeiramente desenvolvido é o país, menor é o custo do financiamento dos mutuários -, mas que o efeito positivo associado à variável «Estrutura-Agregada» apenas é estatisticamente significativo em uma das regressões do Painel A.1 e em três das regressões do Painel B.1. Assim, controlando pelas condições contratuais de proteção dos mutuantes, confirma-se o efeito negativo do nível de desenvolvimento financeiro e o efeito positivo da variável «Estrutura–Agregada», ainda que neste caso os resultados obtidos apenas sejam significativos ao nível de subamostras.

No Painel A.2 e no Painel B.2 da Tabela 3.5 são apresentados os resultados dos testes que permitem analisar a endogeneidade e a validade dos instrumentos utilizados. Do teste de

[88] De notar apenas que os mutuários socialistas na subamostra *Investment Grade* e *Junk Grade* passam a estar, respetivamente, positiva e negativamente associado aos *spreads*, o que permite verificar que o custo com o financiamento também aqui é diferente do encontrado nos mutuários de países com Lei Comum.

Durbin-Wu-Hausman conclui-se que as variáveis são efetivamente endógenas e é validada a abordagem pelas variáveis instrumentais. Pelo teste de Sargan para a sobreidentificação de restrições verifica-se, para a amostra total, que as variáveis instrumentais não estão correlacionadas com os resíduos e, portanto, os instrumentos são aceitáveis. Acresce ainda que com a estatística J de Hansen para restrições de sobreidentificação, que tem como hipótese nula que o modelo está bem especificado e que as condições de ortogonalidade são verificadas (correlações entre os instrumentos e o termo de erro é zero), se conclui que os instrumentos são relevantes e válidos. O Painel B.2 permite ainda, pelo facto de apenas existir uma variável endógena, a análise da estatística de Cragg-Donald e da estatística F de primeira fase e conclui-se que os instrumentos aqui utilizados são relevantes.

Em suma, o tipo de sistema financeiro e o tipo de sistema legal parecem não perder relevância na determinação do *spread* quando analisado em conjunto com as cláusulas de proteção. Os mutuários que são originários de países com Lei Civil pagam os *spreads* mais baixos, enquanto os mutuários de países socialistas pagam os *spreads* mais elevados (nomeadamente na subamostra *Sem Rating*).

3.4.4. Características Financeiras do Mutuário

Na negociação dos contratos de financiamento, além dos aspetos relacionados com o próprio contrato, com o mutuário, com os credores e com os países do mutuário, importa ainda analisar de que forma as próprias características financeiras do mutuário têm impacto no *spread* e se os efeitos relativos ao tipo de sistema financeiro, ao nível de desenvolvimento financeiro e ao tipo de sistema legal permanecem quando se entra em linha de conta com estas características específicas dos mutuários. Para esta análise foi utilizada uma subamostra de emitentes menos opacos, por divulgarem publicamente informação, que permite minorar os problemas de assimetria de informação. Foram recolhidas informações financeiras na base de dados da Thomson Reuters Datastream relativas a cerca de 10% da amostra. Como referido no Capítulo 2, esta base de dados não disponibiliza informação financeira sobre a maioria dos mutuários por serem emitentes não cotadas.

Como informação financeira foram escolhidas cinco variáveis que podem relevar para a explicação dos *spreads* pagos pelos mutuários:

- «*Log(Vendas)*», variável que se refere à dimensão do mutuário e é definida como o logaritmo das *vendas* da empresa, no ano anterior ao do empréstimo, em milhões de euros (variável obtida da Dealscan). É expectável que as empresas de maior dimensão contratualizem empréstimos com menores *spreads*;
- «*Endividamento*», medido pelo rácio de dívida (passivo total) sobre o ativo total (variável obtida da Datastream). Dado que quanto maior o endividamento maior é o risco de incumprimento associado, é expectável que mutuários com maior endividamento obtenham empréstimos com *spreads* superiores;
- «*Tangibilidade*», medido pelo rácio do ativo fixo tangível sobre o ativo total (variável obtida da Datastream). Como as empresas com ativo tangível podem garantir os empréstimos com mais colaterais, é expectável que quanto maior o valor destes ativos menor seja o *spread* pago;
- «*Market-to-book*», medido pelo rácio da capitalização bolsista sobre o capital próprio (variável obtida da Datastream). Esta variável é considerada uma *proxy* das oportunidades de crescimento empresa, pelo que se espera que venha a ter um efeito negativo nos *spreads* pagos, pois maior será a probabilidade de reembolso dos empréstimos;
- «*Lucratividade*», medida pela rentabilidade operacional do ativo (variável obtida da Datastream). Dado que as empresa com maior rentabilidade têm maior capacidade para gerar *cash flows* que permitam o reembolso dos créditos, é expectável que quanto maior for a *lucratividade* do mutuário menores serão os *spreads* pagos.

Na Tabela 3.6 são apresentados resultados que permitem aferir o efeito das características financeiras dos mutuários no *spread* pago aos credores e se a sua introdução afeta o resultado das variáveis relativas ao sistema legal.

No que se refere às variáveis financeiras dos mutuários, encontra-se evidência de que as empresas de maior dimensão pagam menores *spreads*, tal como em Santos e Winton (2008) e em Houston et al. (2012). Relativamente ao endividamento, os resultados

confirmam a evidência de Dennis et al. (2000) de que os mutuários com maior endividamento parecem pagar *spreads* mais elevados, o que estará associado à perceção de maior risco de incumprimento por estes mutuários. O valor da empresa, medido pela variável *market-to-book*, está negativamente associado aos custos do financiamento do mutuário. Assim, como em Santos e Winton (2008), é evidenciado que as empresas com maiores oportunidades de crescimento obtêm empréstimos com *spreads* mais baixos. Também as empresas com maior lucratividade pagam *spreads* mais baixos. De salientar que apenas a variável relativa aos ativos que poderão ser colaterizados não é estatisticamente significativa na explicação dos *spreads* dos mutuários.

Nas subamostras os resultados mantêm-se nos mutuários mais opacos, que não são avaliados pelas agências de *rating*. Quando os mutuários estão sujeitos a escrutínio pelas agências de *rating* o endividamento deixa de ser relevante para a determinação dos *spreads*. Parece, pois, que o aumento do endividamento por mutuários mais opacos conduz a uma avaliação de maior risco desses mutuários. Quanto à tangibilidade dos ativos do mutuário, apenas são estatisticamente significativos para os mutuários *Investment Grade*, sendo que os mutuários de menor risco de crédito com mais ativos colaterizáveis parecem ser penalizados com o pagamento de maiores *spreads*.

No que se refere aos efeitos do tipo de sistema financeiro, da Tabela 3.6 observa-se que os mutuários de sistemas financeiros mais desenvolvidos (com exceção dos mutuários *Junk Grade*) obtêm empréstimos com *spreads* mais baixos e que o sistema financeiro ser mais orientado para os bancos ou mais orientado para o mercado apenas é significativo para a determinação do *spread* dos mutuários *Investment Grade*. No que diz respeito ao tipo de sistema legal, os mutuários de países com Lei Civil suportam *spreads* mais baixos. Dentro dos países de Lei Civil, os mutuários de Lei Civil Germânica, que são tidos como muito eficientes em termos de *law enforcement*, obtêm os *spreads* mais vantajosos.

Tabela 3.6: A Relevância das Características Financeiras dos Mutuários para os Tipos de Sistemas

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan, enquanto os dados relativos ao sistema financeiro dos países foram obtidos na Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Para o sistema legal os países são classificados de acordo La Porta et al. (1997, 1998), Djankov et al. (2007) e Cumming et al. (2011). O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de *rating* atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base são utilizadas como variáveis explicativas: (i) a «Estrutura-Agregada», indicador do tipo de sistema financeiro do país e que consiste no primeiro componente principal que resulta da agregação dos componentes de Estrutura-Atividade, Estrutura-Dimensão e Estrutura-Eficiência; (ii) variáveis *dummy* para classificar cada um dos sistemas legais: «Lei Comum», «Lei Civil Francesa», «Lei Civil Germânica», «Lei Civil Escandinava» e «Lei Socialista»; (iii) «Desenvolvimento Ortogonal», indicador do nível de desenvolvimento financeiro do país, medido pelos resíduos da ortogonalização da variável «Finanças-Agregada», que consiste no primeiro componente principal dos indicadores de desenvolvimento da atividade, dimensão e eficiência dos países; (iv) variáveis financeiras dos mutuários: «Vendas», variável que se refere às vendas do mutuário no ano anterior ao empréstimo atual, medido em milhões de euros; «Endividamento», rácio da dívida (passivo total) sobre o ativo total; «*market-to-book*», rácio da capitalização bolsista sobre o capital próprio; «Tangibilidade», rácio do ativo fixo tangível sobre o ativo total e «Lucratividade», rentabilidade operacional do ativo. A definição das variáveis do caso base consta da Tabela 3.2. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

Tabela 3.6: A Relevância das Características Financeiras dos Mutuários para os Tipos de Sistemas (continuação)

	Painel A.1				**Painel B.1**				**Painel C.1**			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-195,8 ***	233,7 ***	228,6	-342,4 ***	27,0	218,1 ***	294,0 *	-92,3	35,5	219,5 ***	296,5 *	-109,3
Estrutura-Agregada	-3,6	6,4 *	9,2	1,9	-4,4	12,7 ***	-18,8	4,2	-3,9	12,8 ***	-22,5	4,7
Desenvolvimento Ortogonal	-56,7 ***	-22,6 ***	-45,1 ***	-64,7 ***	-37,9 ***	-38,6 ***	-3,4	-68,4 ***	-36,3 ***	-36,6 ***	3,4	-69,2 ***
Lei Civil Francesa	-69,8 ***	-26,3 ***	-126,9 ***	-71,8 ***	-27,0 ***	-20,3 ***	-54,1 ***	-24,4 ***	-29,8 ***	-20,0 ***	-50,3 ***	-31,1 ***
Lei Civil Germânica	-99,8 ***	-40,4 ***	-93,3 ***	-113,4 ***	-50,6 ***	-30,9 ***	-44,0 **	-55,4 ***	-53,4 ***	-29,6 ***	-45,5 **	-55,0 ***
Lei Civil Escandinava	-76,3 ***	-44,6 ***	-136,7 ***	-70,3 ***	-43,1 ***	-40,2 ***	-126,0 ***	-35,0 ***	-40,4 ***	-38,4 ***	-103,9 ***	-34,8 ***
Lei Socialista	26,6	13,0	-115,7 ***	61,7 **	14,4	0,2	-72,3 **	44,0	27,1	0,7	-47,5	94,5 **
Log(Vendas)	-2,6 ***	-1,6 ***	-2,5 ***	-1,9 ***	-6,8 ***	-1,6 **	-2,9 *	-9,2 ***	-6,1 ***	-1,9 **	-3,6 *	-7,2 ***
Endividamento					27,1 ***	-3,3	11,3	36,2 ***	27,4 ***	-7,9	0,6	39,9 ***
Tangibilidade									1,3	15,1 ***	-14,1	-2,6
Market-to-book									-0,0 ***	-0,0	-0,0 ***	-0,2 *
ROA									-96,2 ***	-32,7 ***	-104,9 ***	-83,1 ***
Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Mutuário	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
País	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Sindicato	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Rating	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Tipo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Objetivo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Segmento de Mercado	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R^2	0,65	0,67	0,58	0,60	0,68	0,72	0,61	0,65	0,69	0,72	0,61	0,66
Adj. R^2	0,65	0,66	0,58	0,60	0,68	0,71	0,60	0,63	0,68	0,71	0,59	0,65
Número de Observações	38623	7152	12013	19458	9082	3763	2655	2664	8356	3593	2328	2435
	Panel A.2				**Panel B.2**				**Panel C.2**			
Lei Civil Francesa vs Germânica	6,5 ***	3,7 ***	-2,3 **	5,2 ***	5,3 ***	2,5 **	-0,7	3,7 ***	5,1 ***	2,2 **	-0,3	2,8 ***
Lei Civil Francesa vs Escandinava	0,9	3,6 ***	0,3	-0,2	2,5 **	3,3 ***	3,4 ***	1,0	1,6	3,1 ***	2,5 **	0,3
Lei Civil Francesa vs Lei Socialista	-6,0 ***	-1,8 *	-0,4	-4,9 ***	-2,2 **	-0,9	0,6	-1,8 *	-2,7 ***	-1,0	-0,1	-2,9 ***
Lei Civil Germânica vs Escandinava	-2,8 ***	0,7	1,1	-3,5 ***	-1,0	1,4	0,8	-1,5	-1,7 *	1,3	2,3 **	-1,5
Lei Civil Germânica vs Lei Socialista	-7,6 ***	-2,5 **	0,7	-6,2 ***	-3,4 ***	-1,4	0,8	-2,6 ***	-3,7 ***	-1,4	0,0	-3,4 ***
Lei Civil Escandinava vs Lei Socialista	-5,7 ***	-2,6 ***	-0,5	-4,4 ***	-2,9 ***	-1,8 *	-1,4	-2,0 **	-3,1 ***	-1,7 *	-1,3	-2,8 ***

O coeficiente da variável para os países socialistas não é estatisticamente distinto dos países com Lei Comum quando são introduzidas as variáveis financeiras. Assim, os mutuários de países com Lei Comum e Lei Socialista suportam os *spreads* mais elevados. Ao nível das subamostras os resultados, em geral, mantêm-se. Todavia, na subamostra *Investment Grade* os mutuários de países com Lei Civil Escandinava e Lei Civil Germânica suportam os *spreads* mais baixos, enquanto na subamostra *Junk Grade* são os mutuários de países com Lei Civil Escandinava que negoceiam os *spreads* mais vantajosos. Quando não existe *rating* atribuído, os resultados evidenciam que os mutuários de países socialistas são os que suportam *spreads* mais elevados na contratação de empréstimos. Nos mutuários em que não está atribuída notação de *rating* o tipo de sistema legal parece ser mais relevante, conforme demonstra a significância estatística para um maior número de variáveis financeiras dos mutuários.

Em suma, com a introdução de características financeiras relativas ao mutuário é confirmado que os mutuários de países de Lei Comum e de Lei Socialista são os que suportam *spreads* mais elevados e que os mutuários de países de Lei Civil são os que suportam *spreads* mais baixos. Assim, os credores premeiam com *spreads* inferiores os mutuários de países tidos como tendo melhor *law enforcement* (países de Lei Civil) e penalizam os mutuários de países socialistas e de Lei Comum (os que são tidos como tendo pior *law enforcement*). O efeito positivo anteriormente encontrado para o tipo de sistema financeiro mais orientado para os bancos ou para o mercado parece apenas permanecer para os mutuários com menor nível de risco. O nível de desenvolvimento financeiro permanece negativamente associado ao *spread* dos mutuários, com exceção nos mutuários de maior risco de crédito, para os quais o sistema financeiro parece não relevar para a determinação dos custos de financiamento.

3.5. Síntese Conclusiva

Este estudo permite perceber se além das características intrínsecas dos mutuários e dos empréstimos, também as características do país do mutuário podem afetar o *spread* cobrado. Assim, com o intuito de se perceber se o ambiente institucional do país do mutuário pode condicionar os *spreads* cobrados num financiamento, é analisada uma amostra de cerca de 85.000 empréstimos sindicados internacionais concedidos a mutuários de 122 países. Em particular, neste capítulo analisa-se a relevância do sistema financeiro, do nível de desenvolvimento financeiro e do tipo de sistema legal do país do mutuário na determinação dos *spreads* de taxa de juro.

Os resultados obtidos evidenciam que, tal como já se havia concluído no estudo do Capítulo 2, os mutuários de países financeiramente desenvolvidos obtêm empréstimos com menores taxas de juros. O sistema financeiro ser mais orientado para os bancos ou mais orientado para o mercado nem sempre exibe significância estatística, mas quando tal acontece conclui-se em consonância com o que se viu no Capítulo 2 que os mutuários de países com sistemas financeiros baseados no mercado suportam *spreads* mais elevados que os demais.

Relativamente ao sistema legal, constata-se que os mutuários de países de Lei Civil obtêm financiamentos com menores *spreads* de taxas de juro do que os mutuários de países de Lei Comum. Os mutuários dos antigos países socialistas são os que obtêm financiamentos com taxa de juro mais elevada, enquanto os mutuários de origem Lei Civil Germânica são os que suportam *spreads* mais baixos. Lendo estes resultados em função das conclusões de La Porta et al. (1997, 1998) conclui-se que nos países com menor proteção dos direitos dos credores (países de Lei Civil) os mutuários obtêm financiamentos mais baratos do que nos países com maior proteção (países de Lei Comum). Deste modo, estes resultados deixam perceber que os mutuários de países com melhor execução da lei (*law enforcement*) obtêm empréstimos com menores custos de financiamento, tal como verificaram Bae e Goyal (2009).

Os resultados para as subamostras permitem manter as conclusões, mas é encontrada evidencia de que os mutuários *Junk Grade* com Lei Civil não obtêm *spreads*

estatisticamente distintos entre si. Os mutuários com notação de risco de crédito atribuída de países com Lei Socialista nem sempre são os que pagam *spreads* mais elevados, dividindo essa posição com os mutuários de países com Lei Comum. Daqui resulta que mais do que a localização geográfica dos mutuários dos empréstimos sindicados, apontado em Carey e Nini (2007) e Houston et al. (2012), os resultados evidenciam a importância do sistema financeiro e do tipo de sistema legal.

Foi ainda possível encontrar evidência de que os mutuários de países com um relacionamento próximo dos bancos, com governo do tipo continental e com melhor *law enforcement* obtêm melhores *spreads* do que os mutuários de países baseados em relacionamento de mercado, com governo do tipo anglo-saxónico e com sistema legal de Lei Comum e de Lei Socialista, que pagam *spreads* mais elevados, o que é concordante com a ideia de vantagem informacional associada ao relacionamento bancário.

A negociação de cláusulas de proteção nos contratos de empréstimos parece ter efeitos distintos no *spread*. A inclusão de colaterais e de senioridade induz o pagamento de menores *spreads*, enquanto com *covenants* e com fiadores os mutuários suportam *spreads* mais elevados. Também os contratos com mais cláusulas de proteção são penalizados com maiores *spreads*, o que parece indiciar um efeito de sinalização negativo sobre a qualidade de crédito do mutuário. Assim, nem sempre a introdução destas cláusulas nos contratos de financiamento é percecionada de forma positiva pois os credores parecem assumir que apenas os mutuários de maior risco de crédito (de incumprimento) estarão dispostos a contratualizar tais cláusulas. Como os mutuários que oferecem mais cláusulas de proteção também têm de suportar *spreads* mais elevados, parece existir um efeito complementar e não sucedâneo entre a proteção e o *spread*.

Também na subamostra de mutuários que divulgam informação ao mercado os mutuários de países de Lei Comum e de Lei Socialista (os que têm pior *law enforcement*) são os que suportam *spreads* mais elevados e os mutuários de países de Lei Civil (os que têm melhor *law enforcement*) são os que suportam *spreads* mais baixos. Apenas os mutuários *Investment Grade* de países com sistema financeiro mais orientado para o mercado suportam *spreads* mais elevados, enquanto os mutuários (com exceção dos *Junk Grade*) de países com maior nível de desenvolvimento financeiro obtêm *spreads* mais baixos.

4. O Impacto da Proteção Legal e do Ambiente Institucional nos Custos de Financiamento

4.1. Introdução

No Capítulo 3 foi estudado de que forma o tipo de sistema legal do país do mutuário (isto é, a sua origem) é capaz de afetar os custos de financiamento. Aí se concluiu que os mutuários de países de Lei Civil - os que, de acordo com certa literatura (La Porta el al. 1997, 1998), apresentam menores níveis de proteção legal dos direitos dos credores - obtêm financiamentos com menores *spreads* de taxas de juro do que os mutuários de países de Lei Comum – que, de acordo com a mesma literatura, ostentam os mais elevados padrões de proteção legal dos direitos dos credores. Tais resultados permitiram igualmente concluir que os mutuários de países que - de acordo com outra literatura (Bae e Goyal, 2009) – apresentam os melhores índices em matéria de execução das leis (*law enforcement*) obtêm empréstimos com menores custos de financiamento.

Todavia, além da origem do sistema legal, que é um facto histórico, importa ter presente que as leis e os regulamentos que permitem a proteção dos investidores resultam de escolhas políticas e estas podem evoluir ao longo do tempo.

Assim, neste capítulo pretende-se averiguar se índices que medem diferentes dimensões da eficácia dos países na proteção dos investidores e, em especial, dos credores influenciam, e de que forma, o custo de financiamento em empréstimos sindicados. Neste contexto, importa distinguir os direitos consagrados na lei, da sua efetiva aplicação, na medida que não basta que a lei proteja os credores, é igualmente necessário que estes possam fazer valer na prática e em tempo útil esses direitos.

Assim, por exemplo, não basta que a lei atribua aos credores direitos de propriedade sobre a entidade em incumprimento ou sobre os seus ativos e direitos de controlo dos processos de insolvência, para que aqueles estejam efetivamente protegidos. É igualmente necessário que o seu *enforcement legal* seja eficiente, garantindo o cumprimento, em tempo útil, dos contratos de financiamento celebrados. Esta eficiência exige, por

exemplo, que os tribunais sejam céleres na aplicação das medidas proteção dos interesses dos credores.

À proteção dos credores não será, com certeza, alheia a proteção dos acionistas minoritários. Na realidade, quanto maior e melhor for a proteção dos acionistas minoritários, impedindo a captação de *cash flows* por gestores e acionistas maioritários, maior e melhor será também a proteção dos credores. Os acionistas maioritários (e controladores) têm o poder de nomear e monitorizar os gestores, bem como podem atuar de forma a expropriar os acionistas minoritários e os credores (Shleifer e Vishny, 1997). Uma melhor proteção dos acionistas permite reduzir os benefícios privados do controlo, bem como reduzir as atividades de *self-dealing* ou *tunneling*[89] (Djankov et al., 2008b). Não é por isso surpreendente que Lin et al. (2011) evidenciem que fortes direitos dos acionistas, fortes direitos dos credores e *enforcement* da dívida mais eficiente estão associados a menores *spreads* nos empréstimos sindicados.

Todavia, mesmo em países em que a lei protege os direitos dos investidores e os tribunais fazem cumprir as leis (por exemplo, os Estados Unidos, o Japão e a Alemanha), o sistema legal continua a deixar à equipa de gestão das entidades devedoras uma considerável margem de discricionariedade. Shleifer e Vishny (1997) defendem, por isso, que a proteção jurídica por si só é insuficiente para garantir que os credores recuperam o seu crédito. Neste sentido, há outras características relativas aos países que poderão afetar a proteção dos credores, e que podem ter relevância na determinação do *spread* de taxa de juro. Por isso, neste capítulo são identificados fatores institucionais, políticos e culturais que poderão afetar o custo de financiamento, e é estudado o seu impacto no *spread* dos financiamentos sindicados.

Donde, este capítulo tem como objetivo inicial analisar se o ambiente legal do país do mutuário influencia o custo de financiamento dos mutuários, mas igualmente visa analisar de que forma as características ou constrangimentos do ambiente legal podem interagir com algumas características institucionais do país do mutuário e afetar os custos do empréstimo.

[89] A atividade de *self-dealing* ou *tunneling* refere-se à expropriação dos investidores minoritários e sem poder pelos acionistas controladores (e pelos gestores) e pode passar pela transferência de ativos e lucros para outras entidades por si controladas (Johnson et al., 2000; Djankov et al., 2008b).

Este estudo insere-se, assim, na literatura que procura perceber de que forma as características dos países afetam o custo de financiamento dos seus agentes económicos. Neste espaço da literatura encontram-se, por exemplo, o estudo Booth et al. (2001) que evidencia que existem importantes fatores específicos dos países a condicionar as decisões de financiamento. Fan et al. (2012), para dar outro exemplo, tornam patente que diferenças institucionais entre países são muito mais importantes na determinação das escolhas da estrutura de capital das empresas do que outros fatores, tais como o setor de atividade a que tais empresas pertencem. Antoniou et al. (2006), por sua vez, concluem que tanto os fatores específicos da empresa como o sistema financeiro do país e o ambiente institucional são relevantes para a determinação da maturidade da dívida. Por fim, Giannetti (2003), Hall et al. (2004) e de Jong et al. (2008) igualmente evidenciam a importância de fatores específicos dos países na estrutura de capital e na maturidade da dívida.

O presente capítulo encontra-se estruturado da seguinte forma. Na secção seguinte são apresentados os dados e as variáveis utilizadas no estudo. A análise multivariada é iniciada na secção 4.3., com o estudo do efeito da proteção legal do país do mutuário *spread*. Na secção subsequente é analisada em conjunto a relevância do nível de desenvolvimento financeiro, a origem legal e o nível de proteção legal na determinação do custo de financiamento. Ulteriormente são analisados diversos fatores institucionais que influenciam a relação entre o ambiente legal e os custos do financiamento. Neste ponto é ainda analisada a importância relativa de cada um destes fatores institucionais para a determinação do *spread*. No final é apresentada uma síntese conclusiva.

4.2. Dados e Variáveis

4.2.1. Construção da Amostra

A amostra utilizada neste estudo é a mesma que foi usada nos Capítulos 2 e 3. Trata-se, por isso, dos empréstimos sindicados, a taxa variável, concedidos a entidades não financeiras, constantes da Dealscan para o período de 2000 a 2012, classificados como "completados" ou "fechados" e para os quais existe informação sobre a maturidade, sobre a taxa de juro e seu indexante. A base de dados World Development Indicators, do Banco Mundial, é também usada para obter o Produto Interno Bruto (PIB) de cada um dos países do mutuário. O nível de risco país, tal como anteriormente, refere-se à notação de risco mais baixo de três agências de *rating* (S&P, Moody's e Fitch) e foi obtido através da compilação de dados destas entidades.[90] As variáveis relativas à proteção dos credores («Direitos dos Credores» e «Execução da Lei») foram obtidas de Djankov et al. (2007), enquanto a variável relativa à proteção dos acionistas minoritários («Direitos dos Acionistas») foi obtida de Djankov et al. (2008b).

4.2.2. A Proteção Legal dos Investidores e Credores

Para aferir a proteção legal efetiva dos investidores, em cada país, são utilizados três indicadores.

O primeiro indicador é o "*creditor rights index*" que permite averiguar o nível de proteção legal do crédito e é um índice que mede a segurança dos credores em caso de falência do mutuário (La Porta et al, 1998; Djankov et al., 2007). À medida que o valor deste índice aumenta mais robustos são os direitos dos credores e mais protegidos estão em caso de incumprimento do mutuário. Nesta dissertação este índice corresponde à variável «Direitos dos Credores». Esta variável é discreta, varia entre zero e quatro, sendo atribuída uma unidade sempre que a legislação do país conduzir a uma resposta afirmativa

[90] Para mais pormenores ver Capítulos 2 e 3.

para cada uma as seguintes questões: (i) *há restrições, tais como o consentimento dos credores, para que um devedor possa iniciar um processo de restruturação*? (ii) *os credores "seguros" podem apropriar-se das suas garantias após a reestruturação ser aprovada*? (iii) *os credores "seguros" recebem em primeiro lugar aquando da liquidação da empresa falida*? (iv) *o órgão de gestão perde a capacidade de administração da propriedade enquanto o processo de reestruturação é decidido*? Para esta variável são utilizados os dados de Djankov et al. (2007).

O segundo indicador é o "*legal enforcement*", que permite averiguar o grau de cumprimento ou execução das leis e regulamentos. Neste documento, este indicador corresponde à variável «Execução da Lei», que é o número de anos necessários para o credor recuperar o seu crédito, sendo utilizado o indicador disponibilizado em Djankov et al. (2007). O período de tempo é medido desde o incumprimento da empresa até ao pagamento de uma parte ou de todo o crédito. À medida que este indicador aumenta, menor é a proteção do credor.

No que respeita à proteção legal dos acionistas, é frequentemente utilizado o indicador "*antidirector rights index*" de La Porta et al. (1998). Este indicador visa quantificar o nível de proteção dos acionistas, particularmente dos minoritários.[91] Foram-lhe apontadas várias críticas, tais como a sua natureza *ad hoc*, a ambiguidade dos conceitos em que se baseia e erros de codificação (Pagano e Volpin, 2005; Spamann, 2010). Numa tentativa de melhorar o indicador foi proposto por Djankov et al. (2008b) um "*revisited antidirector rights index*".[92] Adicionalmente, Djankov et al. (2008b) propuseram um

[91] Este indicador é calculado adicionando uma unidade quando: (1) é permitido que os acionistas enviem o seu voto por correio; (2) os acionistas não são obrigados a depositar as suas ações antes da assembleia geral; (3) é permitida a votação cumulativa ou representação proporcional de minorias no conselho de administração; (4) existe um mecanismo de proteção de minorias oprimidas; (5) a percentagem mínima de capital que permite a um acionista convocar uma assembleia geral é menor ou igual a 10 por cento; ou (6) os acionistas têm direitos de preferência que apenas podem ser ultrapassados por votação acionista. O índice varia entre zero e seis e um valor mais elevado indica uma maior proteção dos acionistas minoritários.

[92] A principal diferença face ao indicador original reside na metodologia associada à caracterização das regras de defesa dos interesses minoritários. Este indicador é um índice agregado dos direitos dos acionistas que é formado pela soma dos seguintes pontos: (1) voto por correio: igual a um, se a lei facilita os votos por procuração e os votos por correio, e zero, em caso contrário; (2) ações não depositadas: igual a um, se a lei não obriga ou não permite que as empresas obriguem os acionistas a depositarem as ações antes da assembleia geral, e zero, em caso contrário; (3) votação cumulativa: igual a um, se a lei mandata ou define uma lei geral que determina que os acionistas detentores de uma percentagem de capital igual ou menor a 10% possam juntar os seus votos para eleger um representante no conselho de administração ou no conselho de supervisão ou dispõe de mecanismos similares, e igual a zero, em caso contrário; (4) minoria oprimida: igual a um, se os acionistas minoritários podem desafiar uma decisão quer do conselho de administração

novo indicador de proteção legal dos acionistas minoritários face ao risco de expropriação por *insiders*: o "*anti-self-dealing índex*". Este índice capta a forma como a lei protege os acionistas minoritários, face a transações de que beneficiam os acionistas controladores ou os gestores (*self-dealing*).[93] Djankov et al. (2008b) sustentam que o "*anti-self-dealing índex*" é a medida de proteção acionista mais indicada, devido ao facto de as transações com partes relacionadas serem o problema central do governo empresarial na maioria dos países. Donde, a eficácia da lei na regulação deste problema é, na perspetiva daqueles autores, o elemento fundamental da proteção dos acionistas.

Nesta dissertação é utilizada, como terceiro indicador, a variável «Direitos dos Acionistas», que corresponde ao *anti-self-dealing index* de Djankov et al. (2008b). Este indicador é calculado com base num inquérito sobre um caso hipotético de *self-dealing* efetuado a advogados de empresas pertencentes à rede Lex Mundilaw em 102 países. Neste inquérito procura-se avaliar, por exemplo, se as transações com partes relacionadas são ou não sujeitas a aprovação pelos demais acionistas, se são ou não sujeitas a revisão por auditor independente e, para mencionar apenas alguns dos aspetos cobertos pelo inquérito, em que termos ocorre a sua divulgação. Os valores variam entre zero e um. Valores mais elevados indicam maior proteção dos investidores contra *self-dealing* por acionistas controladores.[94] Os dados utilizados foram obtidos de Djankov et al. (2008b).

---

ou de supervisão, quer dos acionistas maioritários, quando seja injusta, prejudicial, opressiva ou abusiva; igual a zero vírgula cinco, se os acionistas podem desafiar uma decisão do conselho de administração ou de supervisão ou uma decisão dos acionistas, caso seja injusta, prejudicial ou opressiva; é igual a zero, em caso contrário; (5) direitos de preferência: igual a um, quando a legislação ou as regras de cotação bolsista explicitamente mandatam ou definem como regra geral que os acionistas tenham direito de preferência na compra de novas emissões de ações, e igual a zero, em caso contrário; e (6) convocar uma reunião: igual a um, se a percentagem mínima de capital (ou direitos de votação) que a lei exige ou define como regra geral como dando o direito a um único acionista para convocação de uma assembleia geral (diretamente ou através dos tribunais) é menor ou igual a 10%, e igual a zero, em caso contrário.

[93] Aqueles autores constatam que maiores valores no índice estão associados a mercados acionistas mais valiosos, mais empresas nacionais, mais ofertas públicas iniciais, menores benefícios do controlo e não estão relacionados com a concentração acionista.

[94] Especificamente, esta variável é a média padronizada das variáveis de controlo privado *ex ante* e de controlo privado *ex post* de *self-dealing* e o seu valor varia entre zero e um. O indicador de controlo privado *ex ante* de *self-dealing* é calculado como a média da aprovação por acionistas desinteressados e das divulgações *ex ante*: (1) aprovação por acionistas desinteressados; (2) divulgação pelo comprador; (3) divulgação pelo acionista com controlo que detém a maioria do capital, quer no comprador quer no vendedor; e (4) revisão independente. O *ex post* de *self-dealing* é um índice de controlo *ex post* sobre transações *self-dealing*, calculado com a média das divulgações em registos periódicos e da facilidade de provar transgressões: (1) cada um dos elementos no índice de divulgação em registos periódicos; (2) legitimidade para processar; (3) rescisão; (4) facilidade de responsabilizar o acionista controlador que detém a maioria do capital quer no comprador quer no vendedor; (5) facilidade de responsabilizar a entidade aprovadora; e (6) acesso a evidências.

Em termos de efeitos esperados, no caso da variável «Direitos dos Credores» ("*creditor rights"*) é expectável um efeito negativo sobre os *spreads*. Na realidade, espera-se que os mutuários de países que, no plano legislativo, proporcionam uma maior segurança aos credores, obtenham créditos com menores *spreads* de financiamento. Quando à variável «Execução da Lei» ("*legal enforcement*") é esperado um efeito positivo sobre o *spread*. De facto, quanto maior for o período de tempo necessário para o credor recuperar o seu crédito (isto é, ser reembolsado), maior deverá ser o prémio a exigir pelo credor. Por fim, quanto à variável «Direitos dos Acionistas» ("*anti-self-dealing index*") é expectável que esta tenha um efeito negativo sobre os *spreads*. Na realidade, quanto maior e melhor for a proteção dos acionistas minoritários, face a transações com partes relacionadas, impedindo a captação de *cash flows* privadamente por um grupo de *insiders* (gestores e/ou acionistas), maior e melhor será também a proteção dos credores.

4.2.3. Custo do Financiamento

O *spread* de taxa de juro cobrado nos financiamentos é o foco do estudo (isto é, a variável dependente a explicar) e é medido pela variável «*all-in-spread drawn*» (comummente chamado de «*Spread*») da Dealscan. Esta variável é o montante que o mutuário paga em pontos base acima da «*Libor*» ou «*Libor Equivalent*» (Lin el al., 2011), e é uma medida do tipo "tudo incluído" do custo de financiamento (Bharath et al., 2011).

4.2.4. A Proteção por Origem Legal

A caracterização do país do mutuário em função do tipo de sistema legal é efetuada com base na classificação de La Porta et al. (1998), Djankov et al. (2007) e Cumming et al. (2011), conforme explanado no Capítulo 3.[95]

No estudo seminal de La Porta et al. (1998) é evidenciado que os países com origem legal do tipo Lei Comum são os que apresentam maior nível de proteção legal, quer ao nível

[95] Em virtude do baixo número de observações dos mutuários de países com Lei Socialista, foi decidido não incluir os empréstimos relativos a mutuários com origem neste tipo de sistema legal.

dos direitos dos credores, quer no que respeita aos direitos dos acionistas minoritários. Os países de Lei Civil Francesa são, por sua vez, os que apresentam menor nível de proteção dos direitos dos credores e dos direitos dos acionistas minoritários. Os países de Lei Civil Germânica e de Lei Civil Escandinava apresentam níveis intermédios de proteção dos credores e dos acionistas.

La Porta et al. (1998) também identificam, como ambientes legais mais propícios a fazer cumprir os contratos, os países de Lei Civil Escandinava, seguidos pelos países de Lei Civil Germânica. Os países com Lei Comum são os terceiros que melhor executam os contratos ou as leis. Por fim, de acordo com a mesma fonte, os países de Lei Civil Francesa são os que apresentam menores índices de cumprimento da legislação.

A Tabela 4.1 cruza a origem legal dos países com os índices de proteção dos investidores (Direito dos Acionistas, Execução da Lei e Direito dos Credores). Aí se pode ver que os países da amostra de Lei Comum são os que apresentam direitos dos acionistas mais elevados, mas igualmente os que ostentam o tempo médio de execução das leis mais elevado.

Tabela 4.1: Estatísticas Descritivas e Teste às Médias

Esta tabela contém informação sobre a amostra relativa às cláusulas de proteção dos investidores e credores por classificação de origem legal. «Direitos dos Acionistas» é o indicador "*antidirector rights index*", que permite averiguar o nível de proteção dos acionistas. «Direitos dos Credores» é o indicador relativo ao "*creditor rights index*", usado para averiguar o nível de proteção legal do crédito. «Execução da Lei» é o tempo (anos) que o credor poderá demorar a resolver qualquer problema de incumprimento nos tribunais, e visa averiguar o grau de cumprimento ou execução das leis e regulamentos. Apresentam-se ainda os resultados para o teste de Wilcoxon/Mann-Whitney, que é um teste às semelhanças da distribuição de dois grupos, sendo a hipótese nula constituída pela igualdade dos grupos da amostra em tendência central. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais (N=84.675).

		Direitos dos Acionistas					**Execução da Lei**					**Direitos dos Credores**				
	N	Média	N	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Média	N	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Média	N	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
Lei Comum	64 229	0,69	63 451	0,21	1,00	0,09	5,52	63 748	3,91	6,59	0,20	1,35	63 747	0,00	4,00	0,90
Lei Civil Francesa	9 827	0,35	9 631	0,08	0,65	0,11	5,16	9 616	3,30	7,29	1,03	1,32	6 200	0,00	4,00	1,11
Lei Civil Germânica	9 596	0,47	9 561	0,18	0,76	0,14	5,06	9 580	4,09	6,94	0,57	2,28	9 580	1,00	3,00	0,57
Lei Civil Escandinava	1 023	0,39	1 023	0,26	0,46	0,06	5,03	992	4,42	5,48	0,46	1,53	992	1,00	3,00	0,74
	84 675	0,62	83 666	0,08	1,00	0,16	5,42	83 936	3,30	7,29	0,47	1,46	80 519	0,00	4,00	0,94
Lei Comum vs Lei Civil Francesa		320,6	***				79,2	***				3,1	***			
Lei Comum vs Lei Civil Germânica		196,0	***				150,8	***				-97,5	***			
Lei Comum vs Lei Civil Escandinava		101,5	***				73,9	***				-6,1	***			
Lei Civil Francesa vs Lei Civil Germânica		-65,3	***				8,0	***				-75,2	***			
Lei Civil Francesa vs Lei Civil Escandinava		-11,0	***				3,9	***				-5,8	***			
Lei Civil Germânica vs Lei Civil Escandinava		18,1	***				1,8					38,1	***			

Por sua vez, os países de Lei Civil Germânica são os que apresentam índices mais elevados de direitos para os credores. Por fim, os mutuários de Lei Civil Francesa são os que patenteiam menor nível de proteção dos direitos dos acionistas e dos credores. Os dados da Tabela 4.1 permitem igualmente observar que se regista heterogeneidade de proteção entre países da mesma origem legal.

4.2.5. Variáveis do Modelo Base

Na avaliação do impacto das características do país do mutuário no *spread* de taxa de juro dos empréstimos são controlados outros fatores que podem afetar o custo do financiamento. Nesse sentido foram incluídos fatores relativos às características do empréstimo, características da empresa e características dos credores, também utilizados nos capítulos anteriores. Na Tabela 4.2 são definidas as variáveis utilizadas.

Tabela 4.2: Descrição das Variáveis do Modelo Base

Variável	Descrição
Variável dependente	
Spread	Corresponde ao *All-in-spread drawn*, que é definido como o montante que o mutuário paga em pontos base acima da LIBOR ou equivalente da LIBOR. ***Fonte***: Dealscan.
Variável relativa ao nível de desenvolvimento financeiro	
Desenvolvimento Ortogonal	Variável relativa ao indicador do nível de desenvolvimento financeiro do país, medido pelos resíduos da ortogonalização da variável «Finanças-Agregada», que consiste no primeiro componente principal dos indicadores de desenvolvimento da atividade, dimensão e eficiência dos países. Valores mais elevados indicam maior nível de desenvolvimento financeiro. São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Cálculos do autor.
Variáveis relativas ao tipo de sistema legal	
Lei Comum	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países considerados por La Porta et al. (1998), Djankov et al. (2007) ou Cumming et al. (2011) como dispondo de sistemas jurídicos do tipo Lei Comum (*Common Law*) e 0 em caso contrário. ***Fonte***: La Porta et al. (1998); Djankov et al. (2007); Cumming et al. (2011).
Lei Civil Francesa	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países com sistemas jurídicos do tipo Lei Civil cuja legislação comercial e financeira é baseada na Lei Francesa (*French Civil Law*) e 0 em caso contrário, de acordo com a classificação de La Porta et al. (1998), Djankov et al. (2007) ou Cumming et al. (2011). ***Fonte***: La Porta et al (1998); Djankov et al. (2007); Cumming et al. (2011).
Lei Civil Germânica	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países com sistemas jurídicos do tipo Lei Civil cuja legislação comercial e financeira é baseada na Lei Germânica (*German Civil Law*) e 0 em caso contrário, de acordo com a classificação de La Porta

Variável	Descrição
	et al. (1998), Djankov et al. (2007) ou Cumming et al. (2011). ***Fonte***: La Porta et al (1998); Djankov et al. (2007); Cumming et al. (2011).
Lei Civil Escandinava	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países com sistemas jurídicos do tipo Lei Civil cuja legislação comercial e financeira é baseada na Lei Escandinava (*Scandinavian Civil Law*) e 0 em caso contrário de acordo com a classificação de La Porta et al. (1998), Djankov et al. (2007) ou Cumming et al. (2011). ***Fonte***: La Porta et al. (1998); Djankov et al. (2007); Cumming et al. (2011).
Variáveis de controlo do modelo base	
Rating"XXYYYY"	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a notação de risco da tranche é XXYYYY e 0 em caso contrário. No caso de ter sido atribuída notação de *rating* por mais do que uma agência considerou-se a notação mais baixa. Foram considerados 14 níveis de notação de risco, cuja hierarquia é identificada pelos dois primeiros dígitos XX, que por isso variam entre 01 (mais elevada notação de *rating*) e 14 (que corresponde à mais baixa notação de *rating*). Os dígitos YYYY variam entre AAA (correspondente à notação mais elevada das três agências de *rating*, AAA do S&P, Aaa da Moody's e AAA da Fitch), que corresponde ao nível hierárquico 01, e LTB3 (Less Than B3) que corresponde ao mais baixo nível de risco de cada uma das agências de *rating* (inferior a B- do S&P, B3 da Moody's e B- da Fitch) e a que corresponde o nível hierárquico 14. As notações de rating atribuídas pelas agências de notação de risco foram agrupadas. Por exemplo, as notações "AA-", "AA", "AA+" e "AAA" corresponde a classificação «01AA», à notação "A+" corresponde a classificação «02A1» e à notação "A" corresponde a classificação «03A2». ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
No Rating	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche não foi objeto de notação de risco por nenhuma das agências de *rating* (S&P, Moody's e Fitch) e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Investment Grade	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche beneficia de notação de *rating* igual a BBB ou superior (correspondente à notação mais baixa das três agências de *rating*) e 0 em caso contrário. Isto é, a variável *Investment Grade* assume o valor 1 se a hierarquia da notação de *rating* usada na construção das variáveis RATINGXXYYYY (identificada pelos dois primeiros dígitos XX) está compreendida entre 01 e 07, inclusive, e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Junk Grade	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche beneficia de notação de *rating* inferior a BBB (correspondente à notação mais baixa das três agências de *rating*) e 0 em caso contrário. Isto é, a variável *Junk Grade* assume o valor 1 se a hierarquia da notação de *rating* usada na construção das variáveis RATINGXXYYYY (identificada pelos dois primeiros dígitos XX) está compreendida entre 08 e 14, inclusive, e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Ano 20XX	Ano 20XX é uma variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche tiver sido emitida no ano 20XX e o valor zero caso contrário. Os anos para que foram construídas estas variáveis são 2000 a 2012, inclusive. ***Fonte***: Dealscan.
Montante	Logaritmo do montante de cada tranche do empréstimo expresso em dólares. ***Fonte***: Dealscan.
Maturidade	Prazo (maturidade) da tranche medido em meses. ***Fonte***: Dealscan.
Sponsors	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche beneficia do apoio de um *sponsor* e 0 em caso contrário. A tranche é considerada como tendo o apoio de um *sponsor* quando uma entidade de financiamento (normalmente investidor de *private equity*) com uma participação no capital do mutuário, controla, pelo menos, 20% do capital do mutuário e, portanto, é considerado capaz de influenciar a gestão ou operações da empresa. ***Fonte***: Dealscan.
Moeda País	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a moeda do empréstimo é a moeda do país do mutuário e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Número Membros do Sindicato	Número total de credores membros do sindicato bancário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.

Variável	Descrição
Líderes do país	Número de líderes do sindicato pertencentes ao país do mutuário a dividir pelo número total de líderes do sindicato. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Bancos do País	Número de membros do sindicato pertencentes ao país do mutuário a dividir pelo número total de membros do sindicato. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Número de Tranches	Número de tranches em cada programa de financiamento ao mutuário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Empréstimos Anteriores	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se o mutuário tem pelo menos um relacionamento de empréstimo anterior com o(s) credor(es) durante o período temporal de três anos precedentes à data de ativação do empréstimo atual. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Libor	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se o indexante da tranche é a Libor e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan.
Tipo "XX"	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche é do tipo XX e 0 em caso contrário. São considerados 7 tipos de tranches: *364 day facility*, *bridge*, *revolver line*, *term loan A*, *term loan B-C-D*, *outros term loan* e outros tipos. ***Fonte***: Dealscan.
Objetivo "XX"	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche é tem como objetivo XX e 0 em caso contrário. São considerados 12 objetivos para as tranches: linha de aquisição, investimento, propósitos empresariais, *CP Backup*, reembolso de dívida, LBO, *project finance*, *takeover*, imobiliária, *working capital*, aeronáutica e outros objetivos. ***Fonte***: Dealscan.
Segmento "XX"	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se o segmento da tranche tem como mercado XX e 0 em caso contrário. São considerados 8 segmentos de mercado para as tranches: *investment grade*, *non investment grade*, *high leverage*, *leveraged*, *institutional*, *asset based*, fusões & aquisições e outros segmentos. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Comissões	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche inclui as comissões no preço do *spread* disponibilizado pela base de dados e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan.
Governo Proprietário	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche é concedida a mutuário que é integralmente propriedade do governo e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan.
Setor	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se o mutuário pertence ao setor de atividade XX e 0 em caso contrário. Os mutuários são classificados em 28 setores de atividade. ***Fonte***: Dealscan.
PIB	Logaritmo do Produto Interno Bruto (PIB) do país do mutuário, expresso em dólares. São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: World Development Indicators, Banco Mundial.
***Rating* País**	Notação de *rating* do país do mutuário atribuída pelas agências S&P, Moody's e Fitch, na data anterior mais próxima à data de ativação do empréstimo atual. A variável varia entre 0 e 24, correspondentes aos 24 níveis de notação de risco, sendo que valores mais elevados significam um melhor nível de *rating* (e menor risco). São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: *Rating agencies*.

4.3. O Efeito da Proteção Legal do País no Custo do Financiamento

Nesta secção é analisado o impacto da proteção legal do país do mutuário no custo do financiamento das empresas utilizando a regressão multivariada estimada por OLS, corrigida pelo método de White para a heteroscedasticidade. A variável dependente é o «*Spread*» da taxa de juro dos empréstimos sindicados. As variáveis explicativas de maior interesse para a análise são as que identificam e caracterizam a proteção dos investidores no país do mutuário.

Os resultados relativos aos efeitos do tipo de origem do sistema legal do mutuário, bem como das características específicas da legislação de proteção efetiva dos investidores, são apresentados na Tabela 4.3. Do Painel A.1 verifica-se que todos os coeficientes das variáveis relativas à origem legal do país («Lei Civil Francesa», «Lei Civil Germânica» e «Lei Civil Escandinava») são negativos e estatisticamente significativos, pelo que, *ceteris paribus*, os mutuários dos países com Lei Civil obtêm financiamentos com taxas de juro mais baixas do que os mutuários com origem legal em países de «Lei Comum». No Painel A.2 é encontrada evidência de que os coeficientes são estatisticamente distintos entre si. Aí se constata que os mutuários de países de Lei Civil Germânica são os que suportam *spreads* mais baixos, seguidos pelos de Lei Civil Francesa e, depois, pelos de Lei Civil Escandinava. Os painéis B.1 e B.2, relativamente à origem do sistema legal, permitem obter conclusões semelhantes, com exceção de que os *spreads* suportados por mutuários de países com Lei Comum e por mutuários de países com Lei Civil Escandinava não se distinguem entre si. Também dos painéis C.1 e C.2 se verifica que os mutuários com origem legal em países de Lei Comum são os que suportam *spreads* mais elevados, seguidos pelos de Lei Civil Escandinava, e pelos de Lei Civil Francesa. Os mutuários originários de países com Lei Civil Germânica são os que suportam *spreads* mais baixos. Considerando todas as variáveis em conjunto, os painéis D.1 e D.2 confirmam esta ordenação.

Tabela 4.3: A Importância da Proteção Legal do Investidores e Credores

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan. Para o sistema legal os países são classificados de acordo La Porta et al. (1997, 1998), Djankov et al. (2007) e Cumming et al. (2011). O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*", quando o mutuário tem uma notação de rating BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de rating BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de *rating* atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas: (i) as variáveis *dummy* para classificar cada um dos sistemas legais: «Lei Comum», «Lei Civil Francesa», «Lei Civil Germânica» e «Lei Civil Escandinava»; (ii) «Direitos dos Acionistas» que permite averiguar o nível de proteção dos acionistas; (iii) «Direitos dos Credores» que permite averiguar o nível de proteção legal dos credores; (iv) «Execução da Lei» que permite aferir o grau de cumprimento ou execução das leis e regulamentos. A definição das variáveis do caso base consta da Tabela 4.2. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

	Painel A.1	**Painel B.1**	**Painel C.1**	**Painel D.1**			
	Todos	**Todos**	**Todos**	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-115,38 ***	-274,42 ***	6,88	-73,49 ***	131,07 ***	402,38 ***	-20,84
Lei Civil Francesa	-60,85 ***	-37,84 ***	-125,12 ***	-119,57 ***	-48,45 ***	-142,46 ***	-123,17 ***
Lei Civil Germânica	-72,79 ***	-60,98 ***	-140,46 ***	-130,27 ***	-64,37 ***	-148,83 ***	-130,25 ***
Lei Civil Escandinava	-17,12 ***	3,95	-80,33 ***	-72,70 ***	-53,95 ***	-129,46 ***	-71,77 ***
Direitos dos Credores	-10,06 ***			-1,63 **	0,56	9,77 ***	-3,18 ***
Execução da Lei		13,23 ***		10,43 ***	6,30 ***	26,18 ***	6,41 ***
Direitos dos Acionistas			-173,99 ***	-162,98 ***	-69,49 ***	-206,20 ***	-152,80 ***
Sponsors	23,94 ***	24,23 ***	23,82 ***	23,66 ***	9,99	3,62	30,28 ***
Governo Proprietário	-34,38 ***	-36,45 ***	-37,45 ***	-39,31 ***	-11,80 **	-142,03 ***	-24,73 **
Montante	-7,32 ***	-7,64 ***	-7,74 ***	-7,77 ***	-5,34 ***	-11,79 ***	-5,20 ***
Maturidade	0,05 ***	0,04 **	0,06 ***	0,06 ***	0,00	-0,08	0,09 ***
Moeda País	-12,93 ***	-14,68 ***	-13,41 ***	-13,28 ***	-3,25	3,75	-16,46 ***
Comissões	24,73 ***	25,07 ***	24,63 ***	24,53 ***	-3,18 ***	30,36 ***	19,10 ***
Empréstimos Anteriores	0,29	0,95	0,36	0,72	-6,52 ***	-5,47 ***	3,32 ***
Número Membros do Sindicato	-0,98 ***	-1,03 ***	-0,96 ***	-0,96 ***	-0,11 *	-0,82 ***	-1,39 ***
Líderes do País	-7,78 ***	-6,31 ***	-9,99 ***	-9,70 ***	-5,70 *	0,50	-11,36 ***
Bancos do País	-9,11 ***	-9,40 ***	-8,69 ***	-9,38 ***	-2,19	-18,90 ***	-4,70
Rating País	-6,64 ***	-5,40 ***	-6,22 ***	-5,43 ***	-1,49 *	4,34 ***	-8,00 ***
PIB	16,33 ***	17,71 ***	15,67 ***	15,83 ***	0,50	-5,95	17,43 ***
Número de Tranches	4,51 ***	4,50 ***	4,55 ***	4,48 ***	1,39 *	-1,12	5,48 ***
Libor	-17,33 ***	-18,84 ***	-16,54 ***	-19,01 ***	1,74	-58,06 ***	-20,01 ***
Rating	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Tipo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Objetivo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Segmento de Mercado	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Industria	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R^2	0,57	0,57	0,58	0,58	0,65	0,56	0,54
Adj. R^2	0,57	0,57	0,58	0,58	0,65	0,56	0,54
Número de Observações	79918	79918	79691	79480	8931	16709	53840
	Painel A.2	**Painel B.2**	**Painel C.2**	**Painel D.2**			
Lei Civil Francesa vs Germânica	4,75 ***	10,05 ***	6,63 ***	4,23 ***	4,46 ***	0,64	2,42 **
Lei Civil Francesa vs Escandinava	-8,85 ***	-8,34 ***	-9,29 ***	-9,33 ***	1,06	-0,71	-8,78 ***
Lei Civil Germânica vs Escandinava	-10,62 ***	-12,31 ***	-11,96 ***	-10,64 ***	-1,77 *	-0,97	-9,31 ***

No que respeita às variáveis de proteção dos credores, para a variável «Direitos dos Credores» obteve-se (Painel A.1 e Painel D.1), como esperado, uma relação negativa entre os direitos dos credores e o *spread.* Assim, o custo do financiamento é tão menor, quanto mais a legislação do país do mutuário é mais protetora e defensora dos interesses dos credores. Dos painéis B.1 e D.1 percebe-se que, quanto maior for o período necessário

para o credor recuperar o seu crédito, maior é o *spread* exigido ao mutuário. Conclui-se, assim, que o «*legal enforcement*» é uma característica relevante na proteção dos créditos e na determinação da taxa de juro.

Por fim, pelos painéis C.1 e D.1 conclui-se que os credores apreciam de forma positiva o ambiente legal que defende os interesses dos acionistas minoritários. Tal compreende-se dado que estes poderão controlar os acionistas maioritários quanto à ameaça de expropriação de riqueza, o que não deixará de aumentar a probabilidade de reembolso do crédito.

Estes resultados são, pois, consistentes com as conclusões do Capítulo 3 relativamente ao efeito da origem do sistema legal dos países do mutuário. Note-se que se lidos à luz das conclusões de La Porta et al. (1997, 1998), significam que os mutuários de países com maior proteção legal dos direitos dos credores (países de Lei Comum) suportam *spreads* mais elevados do que os mutuários de países com menor proteção legal (países de Lei Civil). Todavia, os coeficientes da variável (isto é, do "*creditor rights index*" de Djankov et al., 2007) indicam o contrário. Ou seja, quanto maior a proteção dos credores, menor o *spread* cobrado. Donde, este estudo contribui para sustentar a tese de que não basta atentar na origem legal para classificar o nível de proteção dos credores, importa considerar com mais detalhe (como faz aquele indicador) o teor efetivo da legislação.

Os resultados constantes daquela tabela indicam também que os mutuários de países com melhor execução da lei (*law enforcement*) obtêm empréstimos com menores custos de financiamento, tal como em Bae e Goyal (2009).

Em suma, os resultados permitem evidenciar que quanto maior o nível de proteção dos credores (medida pelo "*creditor rights index*" de Djankov et al., 2007), melhor *enforcement legal* e maior proteção dos acionistas minoritários proporcionada pela legislação do país do mutuário, mais baixos são os *spreads* suportados pelos mutuários desses países nos financiamentos sindicados. Deste modo, a proteção legal dos investidores parece ser valorizada positivamente pelos credores.

Os resultados para as regressões nas subamostras[96] confirmam que os mutuários de países de Lei Civil obtêm *spreads* mais baixos do que os de países de Lei Comum. Também quanto às características específicas das leis de proteção dos investidores, os resultados nas subamostras são semelhantes aos obtidos para a amostra total. No entanto, para os emitentes com notação de risco *Investment Grade*, o nível de proteção que a lei oferece aos credores não é relevante para a determinação do *spread* e no caso dos mutuários *Junk Grade* o sinal é positivo. Donde, uma vez mais, parece que as características dos países são sobretudo relevantes quando não há informação sobre *rating*.

[96] Como os sinais e a significância estatística para as variáveis relativas à origem legal e à proteção legal são iguais às apresentadas para a amostra total, por uma questão de economia de espaço não se reportam na Tabela 4.3 os resultados para as subamostras nos painéis A, B e C. A tabela completa é apresentada no Anexo XII. Procedimento idêntico será adotado em próximas tabelas.

4.4. A Importância da Proteção dos Investidores e o Desenvolvimento Financeiro

O ponto anterior permitiu verificar que a proteção legal dos investidores e credores pode afetar o *spread* nos financiamentos sindicados. Nos capítulos antecedentes idêntica conclusão havia sido obtida no que respeita ao nível de desenvolvimento financeiro dos países. Em concreto, foi encontrada evidência de que os mutuários de países com um maior nível de desenvolvimento financeiro contratualizam empréstimos com menores taxas de juro. No entanto, as leis e os regulamentos associados aos contratos variam de país para país, como igualmente variam ao longo do tempo e, como tal, também podem afetar o seu nível de desenvolvimento financeiro (Tirole, 2006). O nível de desenvolvimento financeiro pode, pois, depender do nível de proteção legal.

Assim, para analisar em conjunto a relevância do nível de desenvolvimento financeiro, a origem legal e o nível de proteção legal foi estimado um sistema de equações, com base na estimação Seemingly Unrelated Regression Equations (SURE), com a seguinte especificação:

$$\begin{cases} \text{Spread} = f\,(\text{Desenvolvimento Financeiro; Origem Legal, Nível de Proteção Legal; } \ldots) \\ \text{Desenvolvimento Financeiro} = f\,(\text{Origem Legal, Nível de Proteção Legal; } \ldots) \end{cases}$$

A variável «Desenvolvimento Financeiro» respeita à variável definida no Capítulo 2 como «Finanças-Agregada», a qual agrega indicadores de desenvolvimento financeiro do país, calculada conforme metodologia de Beck e Levine (2002) e Levine (2002), e é ortogonalizada. A Origem Legal refere-se às classificações definidas anteriormente para as variáveis «Lei Comum», «Lei Civil Francesa», «Lei Civil Germânica» e «Lei Civil Escandinava». As variáveis relativas ao Nível de Proteção Legal são as variáveis definidas neste capítulo para a proteção legal de investidores e credores: «Direitos dos Credores»; «Direitos dos Acionistas»; «Execução da Lei». Foram ainda utilizadas as variáveis definidas no caso base (ver Tabela 4.2).

A introdução do nível de desenvolvimento financeiro nesta análise permite validar os resultados relativos à origem do sistema legal e das cláusulas de proteção dos investidores e dos credores (*vide* Tabela 4.4). Assim, apenas a variável «Execução da Lei» para os mutuários *Sem Rating* deixa de ter significância estatística.

Tabela 4.4: A Importância do Nível de Desenvolvimento Financeiro

Esta tabela apresenta os resultados do sistema de equações estimado por Seemingly Unrelated Regression Equations (SURE). A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan. Para o sistema legal os países são classificados de acordo La Porta et al. (1997, 1998), Djankov et al. (2007) e Cumming et al. (2011). O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*", quando o mutuário tem uma notação de rating BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de rating BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de rating atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas: (i) as variáveis *dummy* para classificar cada um dos sistemas legais: «Lei Comum», «Lei Civil Francesa», «Lei Civil Germânica» e «Lei Civil Escandinava»; (ii) «Direitos dos Acionistas» que permite averiguar o nível de proteção dos acionistas; (iii) «Direitos dos Credores» que permite averiguar o nível de proteção legal dos credores; (iv) «Execução da Lei» que permite averiguar o grau de cumprimento ou execução das leis e regulamentos; (v) «Desenvolvimento Ortogonal», indicador do nível de desenvolvimento financeiro do país, medido pelos resíduos da ortogonalização da variável «Finanças-Agregada» (estimado através da seguinte especificação: Finanças-Agregada = $\beta_0 + \beta_1$ * Lei Civil Francesa + β_2 * Lei Civil Germânica + β_3 * Lei Civil Escandinava + ε), que consiste no primeiro componente principal dos indicadores de desenvolvimento da atividade, dimensão e eficiência dos países. A definição das variáveis do caso base consta da Tabela 4.2. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	231,6906 ***	65,88005 ***	326,684 ***	238,3093 ***
Lei Civil Francesa	-36,04 ***	-11,29 ***	-45,27 ***	-33,97 ***
Lei Civil Germânica	-38,34 ***	-19,24 ***	-50,08 ***	-34,42 ***
Lei Civil Escandinava	-26,13 ***	-13,46 ***	-38,68 ***	-23,01 ***
Direitos dos Credores	-0,78 ***	0,27	2,86 ***	-1,29 ***
Execução da Lei	1,88 ***	2,50 ***	9,66 ***	0,32
Direitos dos Acionistas	-49,96 ***	-18,91 ***	-68,09 ***	-42,41 ***
Desenvolvimento Ortogonal	-14,00 ***	-21,35 ***	21,23 ***	-15,01 ***
R^2	0,28	0,32	0,25	0,25
Adj. R^2	0,28	0,31	0,25	0,24
Número de Observações	79480	8931	16709	53840

Quanto ao nível de desenvolvimento financeiro, verifica-se, tal como nos capítulos anteriores, que os mutuários de países mais desenvolvidos suportam *spreads* de taxa de juro mais baixos. Nas subamostras os resultados mantêm-se, com exceção da subamostra relativa aos mutuários *Junk Grade*, os quais têm de suportar *spreads* mais elevados quanto maior for o nível de desenvolvimento financeiro do seu país. Estes resultados confirmam, pois, a evidência anteriormente reportada de que há uma relação negativa do

desenvolvimento financeiro com o *spread* nos empréstimos sindicados. De igual modo uma vez mais deixam claro que os mutuários dos países de lei comum têm de suportar custos de financiamento mais elevados que os demais. Por fim, estes resultados confirmam a importância das variáveis relativas aos direitos de proteção legal, ainda que o seu impacto não seja homogéneo para os diferentes grupos de mutuários em termos de *rating*.

4.5. Outros Fatores Institucionais, Políticos e Culturais que Influenciam os Custos dos Empréstimos

O custo do financiamento está não só relacionado com as características do próprio mutuário, como é afetado pelas condições legais e jurisdicionais do seu país. Além disso, existem diferenças institucionais, culturais e políticas dos países que podem implicar um maior risco ou uma maior perceção de risco de crédito pelo credor e, como tal, terem um papel igualmente determinante no custo do financiamento dos seus mutuários. Neste contexto, Rajan e Zingales (1995) sugerem que tais diferenças institucionais entre países podem ajudar a explicar as diferenças na estrutura de capital, enquanto Demirgüç-Kunt e Huizinga (1999) encontram evidência de que as diferenças institucionais, em conjunto com as legais, são importantes para a determinação dos juros cobrados pelos bancos.

Neste sentido, é agora estudado de que forma um conjunto de fatores característicos do país do mutuário, em conjunto com o nível de proteção legal, afetam os custos do empréstimo. O estudo centra-se nos fatores relacionados com o ambiente de negócios e com os aspetos culturais, bem como com o *governance* e com os aspetos políticos relativos aos países do mutuário. As variáveis utilizadas para este efeito são definidas em detalhe no Apêndice. Para uma melhor perceção do comportamento destas variáveis em função do nível de proteção legal dos investidores e credores são apresentados testes às diferenças de médias que permitem perceber se cada uma das características do país do mutuário têm comportamentos distintos em função do nível de proteção legal (*vide* Anexo XIII). No Anexo XIV é apresentada a matriz de correlações.

4.5.1. Ambiente de Negócio

O ambiente de negócios em que o mutuário desenvolve a sua atividade pode afetar de forma significativa a capacidade de o mutuário cumprir os compromissos assumidos.

A existência de um "bom" ambiente de negócios pode induzir uma melhor performance. Beck et al. (2006) defendem que o ambiente de negócios pode ser propício à concorrência e às transações comerciais privadas e que pode ajudar a relaxar importantes

constrangimentos ao crescimento, nomeadamente de pequenas e médias empresas. Sugerem ainda que um ambiente de negócios competitivo contribui para o crescimento económico. Ayyagari et al. (2008, p. 6), por sua vez, referem que "*diferenças no ambiente de negócio podem explicar grande parte da variação entre os países nas políticas e performance financeira das empresas*".[97] Desta forma, diferentes ambientes de negócio podem não só facilitar o acesso ao mercado de crédito, mas também fazer com que os custos do financiamento sejam diferentes. Assim, é de esperar que as empresas consigam taxas de juro mais baixas num ambiente de negócio mais favorável ao crescimento e ao investimento.

Nesta subsecção são analisados múltiplos fatores que podem afetar o ambiente no qual os mutuários atuam e influenciar o grau de risco percecionado pelos credores, relativos à envolvência da operação de crédito. Assim, são analisados aspetos relacionados com (i) contabilidade, divulgação de informação e fiscalidade; (ii) regulação bancária; (iii) falência; (iv) partilha de informação; e (v) outros fatores, relacionados com o *doing business* e os riscos globais no país do mutuário.

(i) Contabilidade, Divulgação de Informação e Fiscalidade

A informação contabilística proporcionada pelas empresas é essencial para a análise de risco efetuada pelos credores. Com informação contabilística de maior qualidade o potencial para a assimetria de informação e para o surgimento de problemas de agência é mitigado.

Neste contexto, Bharath et al. (2008) concluem que a qualidade da contabilidade influencia o desenho dos contratos de empréstimos sindicados, na medida em que as demonstrações financeiras das empresas são uma importante fonte de informação para os credores, e evidenciam que as empresas com reduzida qualidade contabilística contratualizam financiamentos com *spreads* mais elevados, com menor maturidade e têm uma maior probabilidade de lhes serem exigidos colaterais. Também Francis et al. (2005)

[97] Tradução do autor. No original "*differences in business environment can explain much of the variation across countries in firms' financial policies and performance*" (Ayyagari et al., 2008, p. 486).

reportam maiores custos de financiamento nas empresas com menor qualidade contabilística. Barth et al. (2008), por sua vez, encontram evidência de que nos países com melhor qualidade de informação contabilística existe menos manipulação de resultados, reconhecimento atempado de perdas e é atribuída maior relevância ao valor contabilístico. Assim, se no país do mutuário forem aplicadas normas contabilísticas com os mais elevados padrões qualidade, e que exigem a divulgação de mais informação, o credor consegue obter informação em maior quantidade e de melhor qualidade, e consequentemente tenderá a exigir menores *spreads* de taxa de juro.

Para analisar a qualidade do sistema contabilístico é utilizada a variável «Contabilidade»,[98] que disponibiliza informação sobre o *rating* dos padrões contabilísticos dos países e que constitui um índice criado pela análise e classificação dos relatórios anuais de empresas (conforme La Porta et al., 1998).

O Painel A da Tabela 4.5[99] evidencia que os países com maior qualidade da informação contabilística, como esperado, suportam *spreads* de financiamento mais baixos. Apenas para os mutuários *Investment Grade* a qualidade da informação contabilística parece não ser relevante para a determinação do custo do financiamento, o que poderá estar relacionado com o facto de as agências de *rating* já terem considerado este fator aquando da análise de risco.[100] [101]

[98] É utilizado o indicador "*Accounting Standards*" de La Porta et al. (1998), que é um índice de classificação dos relatórios anuais das empresas com inclusão ou omissão de 90 itens. Estes itens enquadram-se em sete categorias (informações gerais, demonstrações de resultados, balanço, demonstração de fluxo de caixa, normas contabilísticas, dados sobre o mercado de capitais e itens especiais). Foram estudadas no mínimo três empresas em cada país, e foram considerados vários setores de atividade. Valores mais elevados indicam maior qualidade da informação contabilística. Para esta variável são utilizados os dados de La Porta et al. (1998).

[99] Nesta tabela apenas são apresentados os resultados para as regressões relativas às subamostras que apresentam estimativas diferentes nos coeficientes das variáveis analisadas face à amostra total. Por uma economia de espaço não são reportadas aquelas regressões. Esta tabela é apresentada de forma completa no Anexo XII.

[100] A divulgação de informação permite a proteção dos pequenos investidores contra *insiders*, a proteção dos credores, a preservação da estabilidade do sistema financeiro e a confiança dos investidores nos mercados financeiros (Leuz, 2010). Além da transparência é também necessário perceber se a informação financeira disponibilizada ao mercado em cada um dos países é opaca ou manipulada, conforme apresentam Leuz et al. (2003). No Painel A do Anexo XV é evidenciado que os mutuários de países com maior credibilidade na divulgação da informação contabilística, aferida pela qualidade da auditoria (variável «Auditoria»), suportam *spreads* mais baixos. Todavia, para a variável «Reporte Transparente», o coeficiente é positivo. Este resultado fica a dever-se aos mutuários *Sem Rating*.

[101] Hail e Leuz (2006) evidenciam que as empresas de países com exigências de divulgação mais abrangentes suportam menores custos de capital nos financiamentos. Hail (2002) e Francis et al. (2004) evidenciam que as empresas com mais divulgações têm menores custos de capital, principalmente por a

Também o nível de evasão fiscal pode ser determinante da confiança dos credores na economia do país do mutuário e dessa forma afetar os custos de financiamento das empresas.[102] Nos países com maiores índices de economia informal tende a existir maior assimetria de informação entre mutuários e credores, com reflexo no aumento das taxas de juro soberanas (Markellos et al., 2016), podendo tal refletir-se em *spreads* mais elevados para os seus mutuários. O Painel A da Tabela 4.5 permite constatar que os mutuários de países com maior nível evasão fiscal, efetivamente, suportam *spreads* de taxa de juro mais elevados. Este resultado é consistente com a evidência de que as empresas com maior evasão fiscal suportam maiores *spreads* (Hasan et al, 2014).

Em resumo, os mutuários de países com maior qualidade nas normas da informação contabilística suportam *spreads* mais baixos. Pelo contrário, os mutuários de países com maiores índices de evasão fiscal parecem ser percebidos como países de maior assimetria de informação, pelo que os seus mutuários acabam por obter financiamentos com *spreads* mais elevados.

(ii) Regulação Bancária

A regulação bancária tem por objetivos, entre outros, evitar a instabilidade financeira e o comportamento de risco dos bancos (Laeven e Levine, 2009). Os regulamentos são desenhados para assegurar que a gestão dos bancos atua de forma consistente com os interesses dos acionistas e de outros *stakeholders* do banco, principalmente os depositantes. Shrieves e Dahl (1995) e Thakor (1996), por sua vez, evidenciam que quando os bancos financiadores pertencem a países com um forte ambiente regulador tende a existir contração no crédito concedido. Finalmente, Chen et al. (1996, 2000)

divulgação reduzir a incerteza e a assimetria de informação entre a empresa e os investidores quando a informação for credível (Verrecchia, 2001). A divulgação de informação não só reduz a incerteza e o risco, mas também permite que os investidores possam analisar de forma consistente o valor das empresas. Os resultados do Painel B do Anexo XV permitem perceber que os países com maiores exigências regulamentares, em termos de divulgações ao mercado de capitais (variável «Divulgação ao Mercado»), estão negativamente associados aos *spreads* pagos pelos seus mutuários. A regulamentação sobre divulgações ao mercado de capitais apenas parece não ser relevante para os mutuários com maior risco de crédito associado (*Junk Grade*).

[102] É utilizado o indicador "*Tax Evasion*" de Djankov et al. (2008b), que é um índice de avaliação da prevalência da evasão fiscal. Valores mais altos indicam maior evasão fiscal. Para esta variável são utilizados os dados do Fórum Económico Mundial utilizados por Djankov et al. (2008b).

evidenciam que os bancos de países com menores restrições regulatórias (os japoneses face aos americanos) tendem a ser menos eficientes na monitorização, pelo que tendem a cobrar taxas de juro superiores.

Adicionalmente, na sequência da recente crise financeira, Barrell et al. (2008) defendem que uma alteração na regulamentação bancária que a torne mais rígida ou restritiva implica mudanças na estrutura de custos dos bancos, as quais serão transmitidas para os mutuários através do aumento dos *spreads* de taxa de juro.[103]

Por sua vez, Demirgüç-Kunt et al. (2004) encontraram evidência de que a regulação aumenta o custo do crédito. A existência de regulamentos mais rígidos, ao nível da entrada de bancos e do tipo de atividades desenvolvidas, aumenta, em geral, o custo da intermediação financeira. Por sua vez, Guiso et al. (2006a) mostram que a existência de restrições à concorrência em várias regiões de Itália reduz a oferta de crédito. Estes autores também constatam que a desregulamentação aumenta a oferta de crédito e aumenta o nível de incumprimento dos empréstimos. Por fim, estes autores encontram evidência de que as regiões com mais restrições à entrada de bancos no mercado têm um maior custo do crédito e menor acesso ao crédito. A desregulamentação leva a uma redução nas taxas de juro e a um aumento do crédito, mas também origina um aumento no nível de incumprimentos dos empréstimos.

Dado que a análise da regulação bancária deve ser considerada nas suas várias dimensões, pois o sistema bancário está dependente da interação das várias regulamentações (Barth et al., 2013; Freixas e Rochet, 2008), o Painel B da Tabela 4.5 apresenta os resultados que medem o impacto dos vários fatores regulatórios no *spread*.

[103] Bertrand et al. (2007) verificam que a diminuição da intervenção do Estado no setor bancário em França levou à diminuição na dívida bancária. Neste estudo os autores evidenciaram que o custo de capital nos setores mais dependentes da banca aumentou, bem como nas empresas de menor *performance*. Após a alteração na regulação bancária os bancos melhoram a sua capacidade de monitorização e de *screening*.

Tabela 4.5: O Efeito do Ambiente de Negócios do País do Mutuário no Custo do Financiamento

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan. Para o sistema legal os países são classificados de acordo La Porta et al. (1997, 1998), Djankov et al. (2007) e Cumming et al. (2011). O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*"; "*Junk Grade*"; "*No Rating*". A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas: (i) as variáveis *dummy* para classificar cada um dos sistemas legais: «Lei Comum», «Lei Civil Francesa», «Lei Civil Germânica» e «Lei Civil Escandinava»; (ii) «Direitos dos Acionistas» que permite averiguar o nível de proteção dos acionistas; (iii) «Direitos dos Credores» que permite averiguar o nível de proteção legal dos credores; (iv) «Execução da Lei» que permite averiguar o grau de cumprimento ou execução das leis e regulamentos. A definição das variáveis do caso base consta da Tabela 4.2. São ainda utilizadas as variáveis «Contabilidade», «Evasão fiscal», «Supervisão Oficial», «Restrição de Capital», «Restrição na Atividade», «Independência da Supervisão», «Entrada», «Supervisão Privada», «DFs Bancos», «Falência», «Tempo para Recuperar», «Custo para Recuperar», «Resultado da Recuperação», «Taxa de Recuperação» e «Conteúdo Informativo», que se encontram definidas no Apêndice. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

	Painel A		**Painel B**			**Painel C**	**Painel D**				**Painel E**			
	Todos	***Investment***	**Todos**	***Investment***	***Junk Grade***	**Todos**	**Todos**	***Investment***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-62,11 **	142,79 ***	-113,74 ***	-1,58	164,03	-67,71 ***	-147,68 ***	127,76 **	786,41 ***	-93,39 ***	-91,11 ***	109,48 ***	371,75 ***	-33,24
Lei Civil Francesa	-146,26 ***	-47,22 ***	-85,97 ***	-28,55 ***	-133,94 ***	-124,17 ***	-84,48 ***	-57,36 ***	-286,62 ***	-89,54 ***	-120,66 ***	-49,58 ***	-144,06 ***	-123,92 ***
Lei Civil Germânica	-160,69 ***	-60,79 ***	-94,45 ***	-40,77 ***	-137,54 ***	-140,97 ***	-133,08 ***	-83,21 ***	-291,49 ***	-132,25 ***	-131,25 ***	-65,44 ***	-149,84 ***	-130,89 ***
Lei Civil Escandinava	-85,85 ***	-56,34 ***	-49,59 ***	-44,72 ***	-170,39 ***	-104,37 ***	-107,11 ***	-63,85 ***	-267,13 ***	-110,05 ***	-74,17 ***	-54,21 ***	-131,21 ***	-72,84 ***
Direitos dos Credores	-1,28	0,12	14,04 ***	7,18 ***	30,82 ***	6,94 ***	0,33	1,94	21,06 ***	-6,62 ***	-0,90	1,16	10,39 ***	-2,65 ***
Execução da Lei	9,86 ***	6,86 ***	-8,73 ***	0,87	-4,74	8,50 ***	28,12 ***	6,99 ***	6,41	25,02 ***	11,43 ***	6,91 ***	27,30 ***	7,21 ***
Direitos dos Acionistas	-217,99 ***	-67,87 ***	-113,52 ***	-35,36 ***	-258,05 ***	-172,57 ***	-167,34 ***	-90,42 ***	-399,74 ***	-147,03 ***	-165,68 ***	-71,84 ***	-209,74 ***	-154,72 ***
Contabilidade	-0,86 ***	0,21				-2,37 ***								
Evasão Fiscal	7,33 ***	-0,35												
Supervisão Oficial			-4,92 ***	-2,48 **	3,30									
Restrição de Capital			4,16 ***	-4,39 ***	-2,79									
Restrição na Atividade			4,12 ***	4,58 ***	6,90 ***									
Independência da Supervisão			-2,10 ***	-1,92 ***	2,58									
Entrada			9,94 ***	11,73 ***	28,86 ***									
Supervisão Privada			-26,87 ***	-2,44	-19,96 ***									
DFs Bancos			44,90 ***	17,98 ***	85,55 ***									
Falência						16,32 ***	8,24 ***	1,67	8,51 *	5,79 ***				
Tempo para Recuperar							13,51 ***	2,32	5,46	15,58 ***				
Custo para Recuperar							-6,46 ***	-2,23 ***	-2,12	-6,21 ***				
Resultado da Recuperação							43,60 ***	25,89 *	129,20 ***	47,15 ***				
Taxa de Recuperação							-0,62 ***	-0,82 *	-4,21 ***	-0,26				
Conteúdo Informativo											-2,42 ***	-1,59 **	-2,63 ***	-1,85 ***
R^2	0,59	0,65	0,59	0,66	0,57	0,61	0,61	0,66	0,57	0,58	0,58	0,65	0,56	0,54
Adj. R^2	0,59	0,65	0,58	0,66	0,56	0,61	0,61	0,66	0,57	0,58	0,58	0,65	0,56	0,54
Número de Observações	78015	8886	79354	8923	16698	76069	76514	8761	16469	51284	79480	8931	16709	53840

Os mutuários de países que têm entidades reguladoras da atividade bancária com maiores poderes de supervisão (na obtenção de informação dos bancos e na sua capacidade para implementar medidas que alterem o comportamento dos bancos) (variável «Supervisão Oficial»[104]) suportam *spreads* de taxa de juro mais baixos.[105]

A variável «Independência da Supervisão»,[106] relativa à independência da autoridade supervisora face ao governo, está também negativamente associada ao *spread* suportado pelos mutuários, situação que apenas não é relevante para os mutuários *Junk Grade*.

No mesmo sentido, também se percebe que quanto maiores forem os incentivos e a capacidade de os investidores privados exercerem uma efetiva *surveillance* sobre os

[104] É o indicador do poder oficial da supervisão, que mede o nível de autoridade da entidade supervisora dos bancos no país para tomar certas decisões (Barth et al. 2004, 2006, 2013). Este indicador é construído somando 1 a cada resposta afirmativa e 0 em caso de resposta negativa às seguintes questões: (1) A entidade de supervisão tem o direito de reunir com auditores externos para discutir assuntos relacionados com os bancos? (2) Os auditores são obrigados a comunicar diretamente à entidade supervisora atividades ilícitas, fraude ou abuso de posição insider? (3) Os supervisores podem tomar ação legal contra auditores externos por negligência? (4) A autoridade supervisora pode forçar um banco a alterar a sua estrutura organizacional interna? (5) Os elementos Fora-de-Balanço são divulgados aos supervisores? (6) A entidade supervisora pode obrigar os gestores ou o Conselho de Administração do banco a constituir provisões para cobrir perdas reais ou potenciais? (7) A entidade supervisora pode suspender a decisão dos gestores de distribuir (a) dividendos, (b) bónus, e (c) comissões de gestão? A entidade supervisora pode sobrepor-se aos direitos dos acionistas e declarar a insolvência de um banco? (9) A entidade supervisora pode suspender parte ou a totalidade dos direitos dos acionistas? (10) A entidade supervisora pode (a) sobrepor-se aos direitos dos acionistas, (b) remover e substituir a gestão, e (c) remover e substituir o Conselho de Administração? O índice varia entre 0 e 14 e valores mais elevados indicam maior poder da entidade reguladora. Para esta variável são utilizados os dados do inquérito de 2012 disponibilizados pelo Banco Mundial na base de dados Bank Regulation and Supervision.

[105] As conclusões mantêm-se nas subamostras *Investment Grade* e *Sem Rating*, enquanto para os mutuários *Junk Grade* esta variável não é estatisticamente significativa.

[106] É o indicador relativo à independência da supervisão, que mede a independência da autoridade reguladora face ao governo e sua proteção legal face ao sistema bancário (Barth et al. 2004, 2006, 2013). Este indicador é construído como a soma da independência da autoridade de supervisão face ao poder político, que resulta da resposta às seguintes questões: (1) A quem respondem as entidades supervisoras? (a) ao Primeiro Ministro; (b) ao Ministro das Finanças ou outro membro do Governo; (c) a um órgão legislativo, tal como o Parlamento ou Congresso; (d) outro; (2) Como é nomeado o Presidente (e outros administradores) da entidade supervisora? (a) por decisão do Chefe de Estado ou de Governo (e.g. Presidente, Primeiro Ministro): (b) por decisão do Ministro das Finanças ou outro membro do Governo; (c) por maioria simples de um órgão legislativo (Parlamento ou Congresso); (d) por maioria absoluta de um órgão legislativo; (e) outro; (3) O Presidente da entidade supervisora pode ser removido: (a) por decisão do Chefe de Estado ou de Governo (e.g. Presidente, Primeiro Ministro); (b) por decisão do Ministro das Finanças ou outro membro do Governo; (c) por maioria simples de um órgão legislativo (Parlamento ou Congresso); (d) por maioria absoluta de um órgão legislativo; (e) outro; com a independência da autoridade de supervisão em relação aos bancos (que resulta da resposta à questão: Os supervisores são legalmente responsáveis pelas suas ações?). Valores mais elevados significam maior independência da autoridade de supervisão face à influencia política e interesses da banca. Para esta variável são utilizados os dados do inquérito de 2012 disponibilizados pelo Banco Mundial na base de dados Bank Regulation and Supervision.

bancos (medida pela variável «Supervisão Privada»[107]), menor é o *spread* pago pelos mutuários. Esta relação está em consonância com os resultados de Barth et. al. (2004), que evidenciam que a monitorização privada está negativamente relacionada com as margens de juro líquidas dos bancos. A relação negativa permanece nos mutuários *Sem Rating* e nos mutuários *Junk Grade*.

Quanto às restrições ao nível do capital dos bancos no país do mutuário, o Painel B evidencia um coeficiente positivo para a variável «Restrição de Capital».[108] Quer isto dizer que quanto mais rigorosos forem os requisitos de capital exigidos aos bancos de um dado país, mais elevado é o *spread* suportado pelos mutuários desse país. Tal significa que os bancos repassam para os mutuários os custos decorrentes dos requisitos de capital (mais rigorosos) que lhes são impostos. Da análise às subamostras parece evidente que é entre os mutuários *Sem Rating* atribuído que mais se fazem sentir as consequências daquelas restrições. Pelo contrário, entre os mutuários *Investment Grade* o coeficiente é negativo. Isso, provavelmente, reflete o facto de os requisitos dos acordos de Basileia se basearem no conceito de risco ponderado dos ativos («*risk weighted asset*»), o que levaria

[107] É o indicador que mede o grau de supervisão privada (Barth et al. 2004, 2006, 2013). Este indicador é construído com base na informação obtida nas seguintes questões: (1) se os administradores e diretores dos bancos são legalmente responsáveis pela precisão da informação divulgada ao público; (2) se os bancos são obrigados a publicar contas consolidadas; (3) se os bancos têm que ser auditados por auditores internacionais certificados; (4) se 100 por cento dos 10 maiores bancos têm rating atribuído pelas agências de rating internacionais; (5) se os elementos Fora-de-Balanço são divulgados ao público; (6) se os bancos têm que divulgar os seus procedimentos de gestão de risco ao público; (7) se juros ou capital diferidos, ainda que não recebidos/pagos, são considerados na demonstração de resultados enquanto o empréstimo está em incumprimento; (8) se a dívida subordinada é considerada parte do capital; e (9) se não há qualquer sistema de seguro de depósitos explícito e se nenhuma indemnização foi paga a última vez que um banco abriu insolvência. O índice varia entre 0 e 12 e valores mais elevados indicam maior poder dos investidores privados na monitorização dos bancos. Para esta variável são utilizados os dados do inquérito de 2012 disponibilizados pelo Banco Mundial na base de dados Bank Regulation and Supervision.

[108] É um índice relativo às restrições regulatórias do país sobre o capital do banco, que mede o montante de capital que os bancos são obrigados a deter e a rigidez dos regulamentos sobre a natureza e a fonte de capital regulatório (Barth et al. 2004, 2006, 2013). Este indicador é construído com base nas respostas às seguintes questões: (1) O rácio de capital / ativo é ponderado pelo risco de acordo com as orientações de Basileia I? (2) O rácio de capital / ativo mínimo varia em função do risco de crédito individual do banco? (3) O rácio de capital / ativo mínimo varia em função do risco de mercado? (4) Antes da determinação da adequabilidade mínima do capital, quais dos seguintes elementos são deduzidos ao seu valor contabilístico? Valor de mercado de perdas em empréstimos não reconhecidas contabilisticamente? Perdas não realizadas em carteiras de ativos financeiros? Ou perdas cambiais não realizadas? (5) Que fração dos ganhos de reavaliação constitui capital? (6) As fontes de fundos a usar como capital são verificadas pelo regulador / supervisor? (7) O capital inicial e subsequentes aumentos de capital podem ser realizados com recurso a outros ativos que não dinheiro ou títulos do Tesouro? (8) O capital inicial pode ser realizado com recurso a empréstimo? O índice varia entre 0 e 10 e valores mais elevados indicam regulação de capital mais rigorosa. Para esta variável são utilizados os dados do inquérito de 2012 disponibilizados pelo Banco Mundial na base de dados Bank Regulation and Supervision.

a que os países mais exigentes em termos de requisitos de capital para ativos com maior nível de risco, também provavelmente serão os menos exigentes para os ativos com menor risco.

Do Painel B observa-se ainda que os mutuários de países com bancos impedidos de exercerem outras atividades além do seu negócio base suportam *spreads* mais elevados (variável «Restrições na Atividade»[109]). Este resultado acresce aos de Barth et. al. (2004), que não encontraram evidência de relação entre este tipo de restrições e as margens de juros líquidas dos bancos e constataram que a diversificação para outros negócios que não empréstimos não se traduziu em contratos de mútuo de melhor qualidade.

A existência de regras mais exigentes para a «Entrada»[110] na atividade bancária está associada à cobrança de *spreads* mais elevados. Assim, parece que nos países com regras

[109] É um índice relativo às restrições da atividade desenvolvida pelos bancos, o qual permite perceber se a atividade dos bancos pode ser orientada para atividades além da poupança e da concessão de crédito (Barth et al. 2004, 2006, 2013). Este indicador é construído com base na resposta a questões associadas à permissão de atividades com valores mobiliários, com seguros e com imobiliário: 1. Quais são as condições em que os bancos podem transacionar ativos financeiros?; (a) A totalidade deste tipo de transações pode ser realizada diretamente pelos bancos; (b) A totalidade deste tipo de transações pode ser oferecida, mas algumas ou a totalidade têm que ser conduzidas em subsidiárias, ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe; (c) Apenas parte deste tipo de transações pode ser realizada pelos bancos, diretamente ou através de subsidiárias ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe; (d) Estas atividades não podem ser realizadas pelos bancos, nem diretamente, nem através de subsidiárias ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe. 2. Em que condições os bancos podem exercer a atividade seguradora?; (a) A totalidade desta atividade pode ser realizada diretamente pelos bancos; (b) A totalidade desta atividade pode ser oferecida, mas no todo ou em parte apenas em subsidiárias, ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe; (c) Apenas parte desta atividade pode ser realizada pelos bancos, diretamente ou através de subsidiárias ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe; (d) Esta atividade não pode ser realizada pelos bancos, nem diretamente, nem através de subsidiárias ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe. 3. Em que condições os bancos podem exercer atividades imobiliárias?; (a) A totalidade deste tipo de transações pode ser realizada diretamente pelos bancos; (b) A totalidade deste tipo de transações pode ser oferecida, mas algumas ou a totalidade têm que ser conduzidas em subsidiárias, ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe; (c) Apenas parte deste tipo de transações pode ser realizada pelos bancos, diretamente ou através de subsidiárias ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe; (d) Estas atividades não podem ser realizadas pelos bancos, nem diretamente, nem através de subsidiárias ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe. Para cada uma das três questões são atribuídos os seguintes valores: a = 1; b = 2; c = 3; e d = 4. Valores mais elevados indicam maiores restrições à atividade desenvolvida. Para esta variável são utilizados os dados do inquérito de 2012 do Banco Mundial na base de dados Bank Regulation and Supervision.

[110] É um índice relativo às restrições à entrada no mercado bancário, que permite analisar os requisitos legais para a obtenção de uma licença bancária (Barth et al. 2004, 2006, 2013). Este indicador é construído com base na informação relativa às exigências quanto ao licenciamento para exercer a atividade bancária: (1) Esboço dos estatutos; (2) Organigrama pretendido; (3) Projeções financeiras para os primeiros três anos; (4) Informação financeira sobre os principais potenciais acionistas; (5) Background / experiência dos futuros administradores; (6) Background / experiência dos futuros gestores; (7) Fontes dos fundos a ser usados para capitalizar o novo banco; e (8) Diferenciação de mercado pretendida para o novo banco. O índice varia entre 0 e 8 e valores mais elevados indicam maior rigor no licenciamento para exercer a

mais exigentes para o exercício da atividade, os mutuários suportam *spreads* mais elevados. Estes resultados contrastam com os de Demirgüç-Kunt et al. (2004), que evidenciam que a regulação mais restritiva quanto à entrada e à atividade desenvolvida não são relevantes quando de considera a proteção dos direitos de propriedade na análise, e com os Barth et. al. (2004) que não encontraram relação entre as restrições à entrada e as margens de juros líquidas dos bancos.

Por fim, os mutuários de países em que a regulação bancária é mais exigente em termos de divulgação de informação (variável «DFs Bancos»[111]) suportam *spreads* mais elevados. Uma possível explicação para isso é o facto de a exposição pública das contas dos bancos provocar uma atitude de maior aversão ao risco destas instituições, que se reflete tudo o resto constante na cobrança de maiores *spreads*.

Em resumo, a regulação bancária parece ter dois efeitos antagónicos. Por um lado, os mutuários de países com melhores indicadores quanto a supervisão oficial, independência e supervisão privada suportam *spreads* mais baixos. Por outro lado, os mutuários de países com maiores restrições ao desenvolvimento do negócio bancário (restrições de capital, de atividade ou dificuldades na entrada) tendem a suportar *spreads* mais elevados.

(iii) Falência

A lei das falências define as regras e os procedimentos a partir dos quais o credor obtém os ativos do devedor. Estas apresentam diferentes graus de proteção legal dos direitos dos

atividade bancária. Para esta variável são utilizados os dados do inquérito de 2012 disponibilizados pelo Banco Mundial na base de dados Bank Regulation and Supervision.

[111] É um indicador relativo à informação financeira exigida aos bancos, que mede se a demonstração de resultados inclui juros ou capital diferidos e não recebidos de empréstimos em incumprimento e se os bancos são obrigados a produzir demonstrações financeiras consolidadas. Este indicador é construído com base na resposta às seguintes questões: (1) Os bancos têm que preparar contas consolidadas com objetivos contabilísticos? (2) Os juros ou capital diferido e não pago em empréstimos são considerados na demonstração de resultados enquanto o empréstimo não está em incumprimento? (3) Os administradores dos bancos são legalmente responsáveis pela informação divulgada ao público se ela for errada ou induzir em erro? (4) Os juros ou capital diferido e não pago em empréstimos são considerados na demonstração de resultados enquanto o empréstimo está em incumprimento? Nas primeiras 3 questões na resposta positiva atribui-se o valor 1 e à resposta negativa atribui-se 0, enquanto na última questão à resposta positiva atribui-se 0 e à resposta negativa atribui-se o valor 1. Valores mais elevados indicam uma contabilidade bancária mais informativa. Para esta variável são utilizados os dados do inquérito de 2012 disponibilizados pelo Banco Mundial na base de dados Bank Regulation and Supervision.

credores. Neste contexto, Claessens e Klapper (2005) analisam as falências em 35 países, entre 1990 e 1999, e evidenciam que a falência é mais frequente em países com acrescida proteção legal dos direitos dos credores e encontram evidência de mais falências nos países anglo-saxónicos, nos países com sistema financeiro orientado para o mercado e nos países com maiores índices de eficiência judicial. Da mesma forma, Claessens et al. (2003) encontram evidência de que a falência é mais frequente nos países em que existem direitos dos credores e eficiência judicial mais fortes. Djankov et al. (2008a), por sua vez, encontram evidência de os procedimentos de falência gastarem muito tempo, serem custosos, e mostram ainda que os países mais ricos têm uma vantagem comparativa em procedimentos mais complexos.

A ineficiência da lei na definição dos procedimentos faz com que os credores seniores tenham menor poder negocial em renegociações fora do tribunal (Degryse e Ongena, 2005; Petersen e Rajan, 1994). Quando tal se verifica os credores enfrentam também obstáculos no acesso às garantias, aquando da liquidação dos mutuários em dificuldades, bem como na apreensão dos bens de tais mutuários (Claessens et al., 2003, Claessens e Klapper, 2005, Davydenko e Franks, 2008). Acharya et al. (2011) mostram que, nos países com baixos valores de liquidação, as empresas têm maior alavancagem quando o código de falências favorece os detentores de capital do que quando favorece os credores. No mesmo sentido, Fan et al. (2012) encontraram evidência de que os países com códigos de falência explícitos têm rácios da dívida mais elevados e maturidade mais longa.

Face ao exposto, podem ser encontrados dois efeitos antagónicos. Por um lado, espera-se que os bancos cobrem menores *spreads* aos emitentes de países que apresentem maior número relativo de falências (Claessens e Klapper, 2005), caso a maior proporção de falências signifique que é mais fácil conduzir o devedor para um processo de insolvência, e aí proteger mais eficazmente os seus direitos (Franken, 2004). Nos países com códigos que favorecem os credores, estes têm elevado controlo sobre as falências e a liquidação de empresas em incumprimento é privilegiada face à reorganização da empresa.[112] No

[112] Franken (2004) explica de forma pormenorizada o regime de falência das empresas orientada para os credores e orientada para os devedores. Franks et al. (1996) apresentam uma comparação detalhada dos sistemas de falência dos EUA, Reino Unido e Alemanha, em várias dimensões e constatam que os códigos favorecem os acionistas (EUA) dão aos gestores um forte incentivo para investir em excesso e leva a violações posteriores da regra de prioridade absoluta. No entanto, nos países com código que favoreçam o endividamento (Reino Unido), tendem a existir liquidações prematuras e subinvestimento.

entanto, por outro lado, nos países com menor proteção dos credores o incumprimento dos mutuários pode traduzir-se com mais facilidade em perdas efetivas para o credor. Neste contexto, os credores podem antecipar esta situação e aumentar a taxa de juro sobre empréstimos. A prevalecer este efeito, um maior número relativo de falências tende a significar *spreads* mais elevados.

Do Painel C da Tabela 4.5 pode observar-se que, nos países com maior proporção de falências de empresas (variável «Falência»[113]), os mutuários suportam *spreads* mais elevados. As conclusões mantêm-se para as subamostras utilizadas. Parece, pois, que prevalece o receio de que a maior facilidade em declarar falência igualmente se traduza numa maior probabilidade de se registar uma perda efetiva para os credores.

No Painel D é ainda encontrada evidência de que quanto maior for o período de tempo necessário para os credores recuperarem os seus créditos (variável «Tempo para Recuperar»[114]) maiores são os *spreads* suportados pelos mutuários. Por sua vez, os custos dos procedimentos efetuados para recuperação do crédito (variável «Custo para Recuperar»[115]) estão negativamente relacionados com o *spread*. Este resultado é, evidentemente, surpreendente. Todavia, ele pode decorrer da forma como a variável «Custo para Recuperar» é construída. De facto, sendo esta o custo do processo sobre o valor do devedor, reflete quer diferenças de custos entre os países, quer a diferença de dimensão média das empresas entre os países. Assim, países que tenham empresas predominantemente de micro e pequena dimensão tenderão a apresentar valores mais elevados para esta variável, mesmo que em termos absolutos ou para empresas da mesma dimensão os custos para recuperação dos créditos não sejam mais elevados que em outros países. Infelizmente não há dados disponíveis que permitam comparar o custo de recuperação nos diferentes países para empresas de dimensão similar.

[113] A variável «Falência» respeita à percentagem de empresas em falência no país do mutuário. Para este efeito são utilizados os dados de Claessens e Klapper (2005).
[114] Esta variável representa o período de tempo, medido em anos, necessário para os credores recuperarem o seu crédito. Para esta variável são utilizados os dados do país do mutuário no ano anterior à contratação do financiamento sindicado, obtidos do World Bank Doing Business do Banco Mundial.
[115] A variável permite conhecer os custos dos procedimentos efetuados para o credor recuperar o seu crédito, medido como uma percentagem do valor do devedor. Para esta variável são utilizados os dados do país do mutuário no ano anterior à contratação do financiamento sindicado, obtidos do World Bank Doing Business do Banco Mundial.

Acresce que as taxas de juro são maiores quando suportadas pelos mutuários de países onde a recuperação da empresa, com maior probabilidade, se traduz na sua continuação em vez da sua liquidação (variável «Resultado da Recuperação»[116]). Nos países em que não prevalece a continuidade quando o mutuário entra em incumprimento, os mutuários suportam *spreads* mais baixos. Por fim, os resultados neste painel evidenciam ainda taxas de juro mais baixas nos mutuários de países com maiores «Taxas de Recuperação»[117] do montante emprestado a empresas em falência.

(iv) Partilha de Informação

A partilha de informação entre os credores permite minimizar os problemas informacionais e pode, por isso, ajudar a reduzir o incumprimento.[118]

Vários estudos têm abordado o assunto. Djankov et al. (2007) evidenciam que o rácio de crédito privado em relação ao produto interno bruto está positivamente relacionado com fortes direitos dos credores e partilha de informação entre os credores. Pagano e Jappelli (1993) e Padilla e Pagano (1997) encontram evidência de que nos países com maior partilha de informação os mutuários obtêm mais crédito. Brown et al. (2009), por sua vez, evidenciam que esta relação é mais forte nos países com fraco ambiente legal. Jappelli e Pagano (2002) verificam que a partilha de informação tende a reduzir as taxas de incumprimento, enquanto Houston et al. (2010) evidenciam que tal partilha permite baixar o risco assumido pelos bancos. Barth et al. (2009), por fim, evidenciam que nos países com mais partilha de informação tende a existir menos corrupção nos empréstimos.

[116] Para se perceber o «Resultado da Recuperação», que mede se o negócio do mutuário continua a funcionar como uma empresa em continuidade ou se os ativos do devedor são vendidos de forma fragmentada, é utilizada uma variável *dummy* que é igual a 1 se existir continuidade da empresa, e 0 caso contrário. Esta definição permite conhecer o procedimento mais provável de ocorrer no país do mutuário em face da respetiva legislação. Para esta variável são utilizados os dados do país do mutuário no ano anterior à contratação do financiamento sindicado, obtidos do World Bank Doing Business do Banco Mundial.

[117] A taxa de recuperação representa os cêntimos de dólar recuperados pelos credores garantidos através dos procedimentos de reorganização, liquidação ou execução da dívida (encerramento ou falência). Para esta variável são utilizados os dados do país do mutuário no ano anterior à contratação do financiamento sindicado, obtidos do World Bank Doing Business do Banco Mundial.

[118] Padilla e Pagano (2000), Jappelli e Pagano (2002) e Brown et al. (2009) explicam com detalhe a importância da partilha de informação sobre os mutuários entre os credores.

Um estudo que analisa se a partilha de informação afeta a taxa de juro paga pelos mutuários é o de Brown et al. (2009). Nesta investigação constatou-se que nos países com maior partilha de informação o custo do crédito às empresas é menor, principalmente nos países com mais fraco ambiente legal. Desta forma, é esperado que os mutuários de países com mais partilha de informação tenham de suportar menores *spreads* de taxa de juro.

As regressões no Painel E da Tabela 4.5 permitem constatar a importância da partilha e da disponibilização de informação sobre os mutuários pelos credores. Nos países com maior disponibilidade de informação de crédito aos mutuantes (medido pela variável «Conteúdo Informativo»[119]) o *spread* suportado é menor, pelo que os mutuários de países em que os credores têm acesso a mais informação são percecionados de forma positiva, no sentido de que *ceteris paribus* suportam menores custos de financiamento.

(v) Outros Fatores

O *spread* pode ainda ser afetado por outros fatores relativos aos países do mutuário relacionados com o ambiente de negócios. No Painel C do Anexo XV são apresentados os resultados. Entre estes saliente-se que a facilidade em fazer negócios, medida pela variável «*Doing Business*», não é relevante para a determinação do *spread*. Apenas nos mutuários *Junk Grade* se verifica um melhor indicador de *doing business* induz o pagamento de *spreads* mais baixos.[120]

[119] Índice que mede o conteúdo informativo da informação de crédito disponível para ser consultada pelos credores. Valores mais elevados indicam a disponibilidade de mais informação de crédito, seja de fontes públicas ou privadas, para facilitar as decisões de empréstimo. Para esta variável são utilizados os dados do país do mutuário no ano anterior à contratação do financiamento sindicado, obtidos do World Bank Doing Business do Banco Mundial.

[120] Atendendo a que os riscos globais são eventos ou condições que ocorrendo podem causar diversos impactos negativos nos países (World Economic Forum, 2017), importa perceber como cada país lida com esses eventos por forma a minimizar potenciais problemas que daí possam ocorrer. No Painel D do Anexo XV é possível verificar que a variável «Risco Global» não é estatisticamente significativa. Como tal, estes riscos não parecem ser reconhecidos pelos credores como proporcionando maiores riscos aos credores. Como forma de lidar com estes eventos os governos procuram gerir e mitigar os riscos de forma a recuperar o país dos potenciais impactos. Os resultados no Painel E do Anexo XV evidenciam, todavia, que os mutuários de países com governos que mais efetuam uma gestão ativa na minimização de riscos (variável «Gestão do Risco») suportam *spreads* mais elevados, o que poderá estar relacionado com o facto de nestes países os credores perceberem um maior risco que não é apropriadamente mitigado pelos governos, apesar dos esforços desenvolvidos nesse sentido.

Em síntese, além da proteção legal dos credores e investidores, o *spread* suportado pelos mutuários é afetado pelo ambiente de negócios do seu país. Os mutuários de países com padrões contabilísticos mais robustos, menor evasão fiscal e melhor qualidade da supervisão bancária suportam *spreads* mais baixos. No entanto, nos países em que a regulamentação bancária apresenta mais restrições os mutuários suportam maiores custos com o financiamento. De salientar ainda que os mutuários em países com maior preponderância de falências suportam maiores *spreads*, enquanto que os mutuários de países com maior disponibilidade de informação de crédito suportam menores *spreads*. Destes resultados percebe-se a importância do ambiente envolvente da empresa com relevância na sua forma de atuar e na tomada de decisões dos acionistas e dos gestores.

4.5.2. Aspetos Culturais

Os contratos de financiamento, e as suas condições, podem também ser afetados pelos diferentes aspetos culturais que caracterizam o país do mutuário. Stulz e Williamson (2003) encontram evidência de que a cultura é relevante não só para compreender os direitos dos investidores, direitos dos credores e o cumprimento das leis, mas também para perceber o seu relacionamento com o mercado de dívida e o mercado de capitais.

A cultura pode ser definida como a "*transmissão de uma geração para a seguinte, através do ensino e imitação do conhecimento, de valores e outros fatores que influenciam o comportamento*"[121] (Boyd e Richerson, 1985, citado em North, 1990, p. 37). A cultura pode também ser definida como "*as crenças habituais e os valores que os grupos étnicos, religiosos e sociais transmitem inalterados de geração em geração*"[122] (Guiso et al., 2006b, p. 23). Por fim, Stulz e Williamson (2003, p. 314) apresentam a cultura, numa perspetiva que atribuem a outros autores, como "*uma fonte de constrangimentos informais que orientam as nossas interações diárias*" e assinalam que a importância

[121] Tradução do autor. No original "*transmission from one generation to the next, via teaching and imitation, of knowledge, values, and other factors that influence behaviour*" (Boyd e Richerson, 1985, citado em North, 1990, p. 37).
[122] Tradução do autor. No original "*we define culture as those customary beliefs and values that ethnic, religious, and social groups transmit fairly unchanged from generation to generation*" (Guiso et al., 2006b, p. 23).

dessas restrições informais "*pode ser observada a partir da evidência de que as mesmas regras formais e/ou constituições impostas em sociedades diferentes produzem resultados diferentes*".[123] Assim, é de esperar que em diferentes ambientes culturais os responsáveis dos devedores possam apresentar diferentes comportamentos.

A cultura pode ser analisada utilizando como *proxy* a religião e a língua (Stulz e Williamson, 2003). No primeiro caso, a religião está relacionada com o sistema de crenças da população e com a condução dos negócios, em que lucro pode não ser o único fator a considerar. Kumar et al. (2011) sustentam que nas regiões com maiores rácios de Católicos-Protestantes os investidores têm maior propensão para especular. De forma semelhante, Hilary e Hui (2009) evidenciam que as empresas em locais mais religiosos têm menor grau de exposição ao risco, menores taxas de investimento e menores índices de crescimento. No segundo caso, a utilização da mesma língua em vários países facilita a comunicação e a transmissão de crenças entre esses países.

Estas variáveis igualmente podem ajudar a capturar melhor o efeito da proteção dos credores. De facto, Stulz e Williamson (2003) evidenciam que os direitos dos credores e o cumprimento das leis são mais fortes nos países em que a principal religião é o protestantismo. Sustentam ainda que nos países de língua espanhola os direitos de credores são menores do que nos restantes países, enquanto nos países com a língua inglesa como principal idioma os investidores têm direitos superiores aos dos restantes. Noutro estudo, Djankov et al. (2007) defendem que os países de origem legal francesa têm menos direitos do que os de Lei Comum e que os países de religião protestante têm, face aos restantes, direitos dos credores fortalecidos.

Outro dos aspetos culturais relevantes é a diversidade étnica. Montalvo e Reynol-Querol (2005) argumentam que a diversidade étnica torna mais provável a existência de conflitos que podem levar a guerras civis, a instabilidade política e ao aumento da corrupção, com impacto nos investimentos e no crescimento económico. Os negócios e o comércio nestes países tornam-se mais restritos. Neste sentido, Easterly e Levine (1997) encontram evidência de que a diversidade étnica está positivamente relacionada com o fraco

[123] Tradução do autor. No original "*the source of informal constraints that guide our daily interactions*" … "*can be observed from the evidence that the same formal rules and/or constitutions imposed on different societies produce different outcomes*" (Stulz e Williamson, 2003, p. 314).

desempenho económico em África. Por fim, Alesina et al. (2003), num estudo que abrange cerca de 100 países, encontram evidência de que a diversidade étnica está negativamente associada ao ritmo de crescimento dos países.

Também a "cultura" nacional é importante por permitir uma comunicação e cooperação mais efetivas entre as partes e por partilhar códigos e normas que facilitam ou obstaculizam os negócios.[124] Giannetti e Yafeh (2012) explicam a importância da cultura para os empréstimos sindicados, relacionando-a com o processo negocial e com os custos de informação e de monitorização associados ao crédito e concluem que as empresas obtêm empréstimos com melhores condições quando os bancos mutuantes são de países culturalmente semelhantes. As diferenças culturais tornam as negociações mais pesadas e aumentam os custos dos contratos.

A cultura dos países pode ainda ser considerada em três vertentes. Por um lado, as duas dimensões[125] de Inglehart e Baker (2000): tradicional (*traditional*) *versus secular* (*secular-rational dimension*); sobrevivência (*survival*) *versus* autoexpressão (*self-expression dimension*). Na dimensão *tradicional* as pessoas consideram importante a religião, a nação e a família, enquanto a dimensão *secular* assenta menos nestes fatores como fonte de autoridade. Na dimensão *survival* predominam as dimensões relacionadas com a segurança económica e física, enquanto na dimensão *self-expression* predominam os aspetos indutores de bem-estar social e qualidade de vida.[126] Por outro lado, os sete

[124] Kwok e Tadesse (2006) introduzem a cultura como fator explicativo das características do sistema financeiro, o qual varia em função da capacidade de redução do risco pelos investidores. Como tal, torna-se importante perceber a sensibilidade dos investidores ao risco e à incerteza. Neste sentido, aqueles autores procuraram perceber o nível de tolerância ao risco e o grau de aversão à incerteza da cultura de um país e concluem que os países que valorizam mais a aversão à incerteza tendem a ter sistemas financeiros baseados nos bancos.

[125] Para medir a cultura são utilizadas as duas dimensões definidas por Inglehart e Baker (2000) e Inglehart e Norris (2003): a medida em que uma sociedade enfatiza o tradicional em oposição aos valores seculares; a medida em que uma sociedade enfatiza valores relacionados com a sobrevivência em oposição aos valores da autoexpressão.

[126] As duas dimensões culturais são apresentadas por Inglehart e Baker (2000). Por um lado, a dimensão *traditional versus secular-rational*, relacionada com a autoridade. Nas sociedades tradicionais as pessoas enfatizam a importância da religião, da nação e da família, bem como o respeito pela autoridade. As pessoas têm elevado orgulho nacional. Nas sociedades secular-racional não se acredita nos valores tradicionais e na autoridade. Por outro lado, a dimensão *survival* versus *self-expression*, relacionada com a importância da relação com o grupo ou da qualidade de vida individual. Nas sociedades de sobrevivência (*survival*) é realçada a importância da segurança económica e física, sendo que as pessoas se sentem infelizes e inseguras perante novas situações; está relacionado com baixos níveis de confiança e tolerância. Nas sociedades de autoexpressão é realçado o bem-estar e a qualidade de vida. As pessoas aceitam as diferenças e as alterações que possam surgir na sociedade.

valores culturais de Schwartz (2006, 2008a) são: *autonomy versus embeddedness emphasizes, egalitarianism versus hierarchy, harmony versus mastery*.[127] Por fim, podem ser analisadas as seis dimensões dos valores culturais nacionais de Hofstede (Hofstede, 2001; Hofstede et al., 2010), que se referem à distância ao poder, o individualismo *versus* coletivismo, a masculinidade *versus* feminilidade, evitar a incerteza, orientação de longo prazo e a benevolência.[128]

[127] Os valores culturais de Schwartz (2006, 2008a) assentam na análise de três problemas da sociedade. Primeiro, deve ser analisada a natureza das relações e os seus limites entre os indivíduos e o grupo, que pode originar duas dimensões culturais. Por um lado, a cultura de autonomia, em que as pessoas são vistas como autónomas, independentes e únicas, sendo que os indivíduos são encorajados a expressar as suas preferências, sentimentos, ideias e capacidades. Podem existir dois tipos de autonomia: a autonomia intelectual (que encoraja os indivíduos a perseguir as suas ideias de forma independente – como valores culturais mais importantes são apresentados a curiosidade, a criatividade e a mentalidade aberta) e a autonomia afetiva (que encoraja os indivíduos a perseguir as suas experiências afetivas positivas para si – como valores culturais mais importantes são apresentados o prazer, a vida excitante e a vida variada). Por outro lado, a cultura de *embeddedness* (*"*Envolvimento*"*), as pessoas estão coletivamente enraizadas nos seus pensamentos e ações e enfatizam a manutenção do *status quo* e ações restritivas que podem interromper a solidariedade em grupo ou a ordem tradicional (apresentam como principais valores culturais a ordem social, o respeito pela tradição, a segurança e a obediência). Segundo, os valores culturais enfatizam as responsabilidades das pessoas associadas ao seu papel na sociedade. Os valores culturais nesta dimensão estão associados a uma cultura de igualitarismo (em que as pessoas são moralmente iguais e estão socializadas de forma a se comprometerem com a cooperação e com o bem estar de todos – apresentam como principais valores culturais a igualdade, a justiça social, a responsabilidade, a ajuda e a honestidade) e a uma cultura de hierarquia, que assenta na distribuição de diferentes papéis no sistema hierárquico que lhes permite aceder a diferentes poderes e responsabilidades (o poder social, a autoridade, a humildade e a riqueza são maiores em culturas hierárquicas). Terceiro, na vida em sociedade é importante perceber de que forma as pessoas gerem os recursos humanos e naturais. Numa cultura de harmonia as pessoas procuram conciliar o mundo social e o natural, apreciando e aceitando como eles são (apresentam como principais valores culturais a paz no mundo, a unidade com a natureza, a proteção do meio ambiente e a aceitação da outra parte). Na cultura de domínio as pessoas atuam com objetivo de alterar o ambiente natural e social de forma a atingir os seus objetivos (apresentam como principais valores culturais a ambição, o sucesso, a ousadia, a autossuficiência e a competência).

[128] As dimensões culturais das nações de Hofstede (1980, 2001) permitem explanar as diferenças culturais entre os países. Hofstede identifica seis dimensões culturais. Primeiro, a distância ao poder, permite perceber o grau de desigualdade do poder numa hierarquia sentido pelos membros menos poderosos. Segundo, o individualismo versus coletivismo, que permite conhecer quais são os países em que os indivíduos predominantemente estão preocupados consigo próprio e com os seus familiares mais próximos. Terceiro, masculinidade versus feminilidade, em que os países são "masculinos" quando as sociedades valorizam a assertividade, a competitividade, heroísmo e recompensa com o sucesso, enquanto nos países "femininas" é valorizado a ternura, o carinho, a cooperação e a qualidade de vida. Quarto, evitar incerteza, que permite perceber se os membros de uma determinada sociedade se sentem desconfortáveis com a incerteza e a ambiguidade. Quinto, *Long Term Orientation versus Short Term Normative Orientation*, em que a perspetiva de longo prazo se refere a sociedades que desenvolvem esforços com objetivo de preparar o futuro, enquanto a perspetiva de curto prazo se refere à manutenção da tradição passada e qualquer alteração na sociedade é encarada com desconfiança. Sexto, *indulgence versus restraint*, que se refere a sociedades que permitem gratuitidade relacionada com o aproveitar a vida e o divertimento (*indulgence*) e a sociedades que suprimem a satisfação das necessidades e as regula através de normas sociais rigorosas (*restraint*).

Neste contexto, Giannetti e Yafeh (2012) sustentam que a "distância ao poder" de Hofstede, que capta a centralização do poder de decisão, é relevante para os custos do financiamento, mas que a confiança não é um fator cultural estatisticamente significativo. Parece, pois, que as diferenças culturais afetam a interação entre os agentes económicos.

Na Tabela 4.6 são apresentados os resultados que evidenciam a importância dos fatores culturais. O Painel A permite perceber de que forma as diversidades linguística, religiosa e étnica afetam os *spreads* dos financiamentos sindicados. Os mutuários de países com uma maior «Diversidade Religiosa»,[129] tal como os países com maior «Diversidade Étnica»,[130] suportam *spreads* mais elevados.[131] Aí é, pois, evidenciado que quanto maior for a diversidade étnica dos países dos mutuários, maiores são os *spreads* que os mutuários terão de suportar, o que poderá estar relacionado com a dificuldade de efetuar negócios nesses países (Montalvo e Reynol-Querol, 2005). A relação positiva entre a diversidade religiosa e o custo do financiamento mantém-se nas subamostras, enquanto que a diversidade étnica apenas está positivamente associada ao *spread* dos mutuários que não estão sujeitos a escrutínio pelas agências de *rating*. A variável «Diversidade Linguística»[132] não é estatisticamente significativa. Apenas na subamostra dos mutuários *Junk Grade* essa variável tem significância.[133]

[129] Variável que representa o grau de concentração religiosa do país. Calculado como 1 menos o índice de Herfindahl. Valores mais elevados significam maior diversidade religiosa. Para esta variável são utilizados os dados de Alesina et al. (2003).

[130] Variável que representa o valor médio de cinco diferentes índices de concentração etnolinguística. Valores mais elevados significam maior diversidade étnica. Para esta variável são utilizados os dados de Alesina et al. (2003).

[131] No que se refere à religião, do Painel B do Anexo XVI constatamos que os mutuários de países em que a religião principal é a muçulmana suportam os *spreads* mais elevados, seguidos pelos mutuários de países de religião Católica, enquanto os mutuários de países com religião budista são os que suportam *spreads* mais baixos. Estes resultados permanecem na subamostra *Sem Rating*, enquanto na subamostra de mutuários *Investment Grade* a religião não parece ser genericamente relevante para a determinação do *spread*. A subamostra *Junk Grade* permite verificar que os mutuários de países com religião Budista e com outra religião são os que suportam *spreads* mais baixos face às restantes religiões. Desta forma, apesar de os países onde predomina o protestantismo serem os que têm direitos dos credores e o cumprimento das leis mais fortes (Stulz e Williamson, 2003), os mutuários *Junk Grade* destes países suportam *spreads* superiores.

[132] Variável que representa o grau de concentração de pessoas no país que fala a língua materna. Calculado como 1 menos o índice de Herfindahl. Valores mais elevados significam maior diversidade linguística. Para esta variável são utilizados os dados de Alesina et al. (2003).

[133] No Painel A do Anexo XVI constatamos que as variáveis relativas à principal língua utilizada nos países do mutuário são estatisticamente significativas para os custos de financiamento. Os mutuários de países de língua holandesa e germânica suportam os custos mais elevados, seguido pelos mutuários de países de língua inglesa, enquanto que os mutuários de países com língua japonesa são os que suportam *spreads* mais baixos, seguidos pelos mutuários de países de língua francesa. Estes resultados permanecem semelhantes na subamostra *Sem Rating*. De notar ainda que na subamostra *Investment grade* os mutuários que suportam

No Painel B da Tabela 4.6 é encontrada evidência de que o tipo de «Cultura»[134] do país do mutuário tem influência no *spreads*. O mesmo se diga para o nível de felicidade e de bem-estar (medido pela variável «Felicidade»[135]) do país (ver Painel C).

Para perceber que tipo de dimensões culturais do país são relevantes na determinação dos custos do financiamento, e em que termos, são analisadas as seis dimensões culturais de Hofstede. Os resultados são reportados no Painel D. Na dimensão cultural relativa à *distância ao poder* (variável «Distância ao Poder»[136]) constata-se que quanto maior for a hierarquia na sociedade do país do mutuário menores tendem a ser os custos com o financiamento. Este resultado pode traduzir uma proteção dos interesses dos credores mais efetiva em países mais hierarquizados. Os resultados sugerem também que a dimensão *individualismo* versus *coletivismo* (variável «Individualismo versus Coletivismo»[137]) não é relevante para a definição do *spread*.[138] Na dimensão relativa à *masculinidade* versus *feminilidade* (variável «Masculinidade versus Feminilidade»[139])

maior *spreads* são os originários de países de língua inglesa, enquanto na subamostra *Junk Grade* são os mutuários de países de língua chinesa e de língua inglesa.

[134] Indicador relativo à cultura do país do mutuário que pode afetar o comportamento e a interação social e económico e que é constituído por quatro componentes. O indicador é construído como a soma de crenças positivas (confiança, respeito e controlo) e a subtração de uma crença negativa (obediência). A confiança é medida como a percentagem de respondentes que afirmam que "a maioria das pessoas é confiável". O respeito é medido como a percentagem de respondentes que mencionam que a qualidade "tolerância e respeito para os outros" é importante. O controlo é medido como a resposta média incondicional (multiplicado por 10) à questão pedindo para indicar quanto da liberdade de escolha e de controlo na sua vida se tem no decorrer da vida (multiplicada por 10). A obediência é a percentagem de respondentes que mencionam a obediência como sendo importante. O indicador utilizado é construído através da análise de componentes principais para extrair a variação comum para todos os componentes. O indicador está normalizado entre 0 e 10. Valores mais elevados significam a existência de normas informais mais fortes que apoiam o crescimento económico. São utilizados dados de European and World Values Surveys, 1981–2007. Para esta variável são utilizados os dados de Williamson e Mathers (2011).

[135] Indicador relativo à felicidade dos cidadãos no país do mutuário, o qual permite medir o nível de bem-estar da população, bem como conhecer a sua qualidade de vida. São utilizados dados relativos ao período 2013-2015. Valores mais elevados sugerem maiores níveis de felicidade da população. Para esta variável são utilizados os dados obtidos do Helliwell et al. (2016).

[136] Variável que permite perceber o grau de desigualdade do poder numa hierarquia sentido pelos membros menos poderosos. Valores mais elevados indicam maior distância ao poder. Para esta variável são utilizados os dados de Hofstede et al. (2010).

[137] Variável que permite perceber os países em que os indivíduos apenas estão preocupados consigo próprio e com os seus familiares mais próximos. Maiores valores indicam maior individualismo. Para esta variável são utilizados os dados de Hofstede et al. (2010).

[138] Todavia, na subamostra *Investment Grade* (*No rating*) os mutuários de sociedades mais individualistas tendem a suportar *spreads* superiores (inferiores).

[139] Variável que permite perceber se as sociedades valorizam a assertividade, a competitividade, heroísmo e a recompensa com o sucesso (países "masculinos") ou se valorizam a ternura, o carinho, a cooperação e a qualidade de vida (países "femininos"). Valores mais elevados indicam maior masculinidade. Para esta variável são utilizados os dados de Hofstede et al. (2010).

constata-se que sociedades tidas como mais masculinas tendem a obter financiamentos com *spreads* mais baixos.

Na dimensão cultural sobre a *aversão ao risco* (variável «Evitar a Incerteza»[140]), verifica-se que os mutuários de países com maior aversão à incerteza e à ambiguidade (em que as sociedades são mais tolerantes com a incerteza e a ambiguidade), que geram maior desconforto com o desconhecido e com o risco, suportam menores *spreads* nos empréstimos obtidos. Tal pode dever-se ao facto de nos países com maior aversão ao risco haver uma preferência por instrumentos de dívida, comparativamente a investimentos com maior nível de risco, e consequentemente essa preferência traduzir-se em *spreads* mais baixos.

Na dimensão *orientação de longo prazo* (variável «Orientação de Longo Prazo»[141]) verifica-se que os mutuários de países em sociedades que valorizam a perspetiva futura e valores pragmáticos orientados para recompensas, incluindo persistência, poupança e capacidade de adaptação tendem a suportar *spreads* mais elevados do que mutuários em sociedades de países orientados para o presente e passado com o cumprimento de obrigações sociais. Uma vez mais tal pode traduzir uma menor preferência por instrumentos de dívida nestes países.[142]

[140] Variável que permite perceber se os membros de uma determinada sociedade se sentem inconfortáveis com a incerteza e a ambiguidade. Maiores valores indicam maior aversão à incerteza. Para esta variável são utilizados os dados de Hofstede et al. (2010).

[141] Variável que permite perceber se as sociedades valorizam o desenvolvimento de esforços com objetivo de preparar o futuro (perspetiva de longo prazo) ou se valorizam mais a manutenção da tradição passada e qualquer alteração na sociedade é encarada com desconfiança (perspetiva de curto prazo). Maiores valores indicam orientação para o futuro. Para esta variável são utilizados os dados de Hofstede et al. (2010).

[142] Apesar de serem encontrados resultados semelhantes na subamostra *Sem Rating*, nos mutuários *Junk Grade* verifica-se que uma perspetiva de longo prazo nos negócios induz o pagamento de menores *spreads* de taxa de juro, o que pode estar relacionado com melhores perspetivas de negócio no futuro e relacionado com potenciais investimentos positivos no longo prazo.

Tabela 4.6: O Efeito dos Aspetos Culturais do País do Mutuário no Custo do Financiamento

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan. Para o sistema legal os países são classificados de acordo La Porta et al. (1997, 1998), Djankov et al. (2007) e Cumming et al. (2011). O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*"; "*Junk Grade*"; "*No Rating*". A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas: (i) as variáveis *dummy* para classificar cada um dos sistemas legais: «Lei Comum», «Lei Civil Francesa», «Lei Civil Germânica» e «Lei Civil Escandinava»; (ii) «Direitos dos Acionistas» que permite averiguar o nível de proteção dos acionistas; (iii) «Direitos dos Credores» que permite averiguar o nível de proteção legal dos credores; (iv) «Execução da Lei» que permite averiguar o grau de cumprimento ou execução das leis e regulamentos. A definição das variáveis do caso base consta da Tabela 4.2. São ainda utilizadas as variáveis «Diversidade Linguística», «Diversidade Religiosa», «Diversidade Étnica», «Cultura», «Felicidade», «Distância ao Poder», «Individualismo versus Coletivismo», «Masculinidade versus Feminismo», «Evitar a Incerteza», «Orientação de Longo Prazo», «Indulgência versus Repressão», «Harmonia», «Envolvimento», «Hierarquia», «Domínio», «Autonomia Afetiva», «Autonomia Intelectual», «Egualitarismo», «Valores Tradicionais» e «Valores de Sobrevivência», que se encontram definidas no Apêndice. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

	Painel A			**Painel B**	**Painel C**	**Painel D**				**Painel E**				**Painel F**		
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	**Todos**	**Todos**	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***
C	-164,91 ***	135,23 ***	596,21 ***	-91,20 ***	-190,09 ***	37,14	139,09 **	335,58 ***	52,23	162,71	466,22 *	2000,88 ***	369,31 *	-61,10 **	137,40 ***	440,60 ***
Lei Civil Francesa	-79,08 ***	-16,37 **	-102,85 ***	-108,18 ***	-102,94 ***	-72,84 ***	-38,07 ***	17,01	-91,71 ***	-43,79 ***	-52,07 ***	-90,29 ***	-54,35 ***	-93,74 ***	-33,56 ***	-86,43 ***
Lei Civil Germânica	-99,11 ***	-38,33 ***	-122,24 ***	-129,01 ***	-112,73 ***	-77,05 ***	-29,97 *	88,48 **	-103,94 ***	-53,16 ***	-41,15 ***	-47,51 *	-66,51 ***	-84,40 ***	-44,28 ***	-53,48 **
Lei Civil Escandinava	-5,57	-9,35	-71,78 ***	-86,13 ***	-67,69 ***	-119,26 ***	-68,96 ***	-136,31 ***	-121,11 ***	-12,14 *	-34,09 ***	-70,71 **	-19,23 **	-42,82 ***	-44,23 ***	-96,62 ***
Direitos dos Credores	1,36	-5,61 ***	3,02	-2,50 ***	-2,15 ***	-16,32 ***	-4,20 **	-7,87 *	-16,51 ***	-5,57 ***	-3,32 **	-0,94	-7,89 ***	-0,71	0,04	7,49 **
Execução da Lei	7,63 ***	12,29 ***	30,67 ***	10,36 ***	10,58 ***	17,85 ***	7,80 ***	23,33 ***	15,21 ***	18,42 ***	-0,51	13,21	12,68 ***	7,60 ***	6,12 ***	25,90 ***
Direitos dos Acionistas	-115,62 ***	-31,82 **	-167,60 ***	-146,96 ***	-126,28 ***	-75,83 ***	-6,66	13,32	-96,10 ***	-80,07 ***	-46,93 ***	-88,05 **	-70,56 ***	-118,49 ***	-43,02 ***	-111,84 ***
Diversidade Linguística	-7,35	-5,58	-58,83 **													
Diversidade Religiosa	62,47 ***	91,00 ***	146,94 ***													
Diversidade Étnica	87,44 ***	-10,57	33,97													
Cultura				6,00 ***												
Felicidade					19,01 ***											
Distância ao Poder						-1,25 ***	-0,50 *	-1,46 ***	-1,27 ***							
Individualismo versus Coletivismo						0,05	0,30 **	0,58	-0,32 ***							
Masculinidade versus Feminilidade						-1,04 ***	-0,80 ***	-1,46 ***	-0,79 ***							
Evitar a Incerteza						-0,79 ***	0,19	-1,44 ***	-0,67 ***							
Orientação de Longo Prazo						0,62 ***	0,03	-1,96 ***	0,69 ***							
Indulgência versus Repressão						0,51 ***	-0,05	-0,18	0,67 ***							
Harmonia										-55,56 ***	-44,55 ***	-133,37 ***	-45,26 ***			
Envolvimento										-13,27	-37,85	-95,06	-33,10 *			
Hierarquia										-46,29 ***	-6,68	-101,52 ***	-48,93 ***			
Domínio										38,65 ***	-35,02	-125,27 *	44,79 ***			
Autonomia Afetiva										66,49 ***	-12,95	4,34	49,51 ***			
Autonomia Intelectual										-83,20 ***	-33,77 ***	-155,64 ***	-84,30 ***			
Egualitarismo										30,19 **	57,93 ***	94,74 **	13,62687			
Valores Tradicionais														-14,84 ***	-1,93	-12,38
Valores de Sobrevivência														14,43 ***	10,17 ***	49,78 ***
R^2	0,58	0,66	0,56	0,58	0,58	0,59	0,66	0,57	0,54	0,59	0,66	0,57	0,54	0,58	0,65	0,56
Adj. R^2	0,58	0,65	0,56	0,58	0,58	0,59	0,65	0,56	0,54	0,59	0,65	0,57	0,54	0,58	0,65	0,56
Número de Observações	79473	8931	16709	79371	79480	79381	8922	16708	53751	79376	8924	16707	53745	79 397	8 925	16 708

Relativamente à variável «Indulgência versus Repressão[143]», os mutuários de países com tendência a permitir a satisfação dos desejos humanos básicos e naturais relacionados com o aproveitar da vida e do divertimento tendem a suportar *spreads* mais elevados do que os mutuários de países com a convicção de que tal gratificação deve ser controlada e regulada por normas restritas. Este resultado parece ser consentâneo com o obtido na variável Distância ao Poder, na medida em que se admita que em países mais hierarquizados e mais repressivos é mais fácil (ou pelo menos é esperado que seja mais fácil) aplicar os contratos e a lei e fazer valer os direitos de crédito.

Em suma, com exceção do individualismo versus coletivismo todas as demais dimensões culturais de Hofstede se afiguram relevantes para a explicação dos *spreads* da amostra global.

Nas dimensões culturais de Schwartz, os resultados (Painel E) evidenciam que o facto de os mutuários serem originários de sociedades com maior sentido de responsabilidade coletiva (e de responsabilidade social) que são sociedades com respeito pela tradição e segurança (medido pela variável «Envolvimento»[144]), não é relevante para a explicação do *spread*. Todavia este fator está negativamente associado ao *spread* na subamostra *Sem Rating*. Todas as demais variáveis são estatisticamente significativas.

Assim, quando os mutuários são originários de países que encorajam os indivíduos a expressar as suas ideias e capacidades, bem como a prosseguirem as suas ideias de forma independente – com uma cultura de curiosidade e criatividade – (variável «Autonomia Intelectual»[145]) tendem a suportar *spreads* mais baixos. Nestes casos o credor parece perceber que os mutuários terão capacidades que lhes permitirão responder às adversidades que possam surgir de forma a que sejam capazes de garantir o reembolso do

[143] Variável que permite perceber se as sociedades valorizam mais a gratuitidade relacionada com o aproveitar a vida e o divertimento (*Indulgência*) ou se valorizam mais a satisfação das necessidades através de normas sociais rigorosas (*Repressão).* Maiores valores indicam orientação para a indulgência. Para esta variável são utilizados os dados de Hofstede et al. (2010).

[144] Variável relativa à dimensão cultural "Envolvimento" de Schwartz. Valores mais elevados indicam que os valores culturais mais valorizados pelas sociedades são a ordem social, o respeito pela tradição, a segurança e a obediência. Para esta variável são utilizados os dados de Schwartz (2008b).

[145] Variável relativa à dimensão cultural "Autonomia Intelectual" de Schwartz. Valores mais elevados indicam que os valores culturais mais valorizados pelas sociedades são a curiosidade, a criatividade e a mentalidade aberta. Para esta variável são utilizados os dados de Schwartz (2008b).

crédito. Todavia, se os mutuários são de sociedades em que predomina o intuito de os indivíduos perseguirem experiências positivas para eles próprios (variável «Autonomia Afetiva»[146]) são chamados a suportar *spreads* mais elevados (resultado que se deve fundamentalmente aos mutuários *Sem Rating*).

Os mutuários de sociedades igualitárias (variável «Egualitarismo»[147]), em que são partilhados interesses e onde são valorizados a igualdade, a justiça social, a responsabilidade, a ajuda e a honestidade, tendem a suportar *spreads* mais elevados, enquanto os mutuários de sociedades em que prevalece um sistema hierárquico (variável «Hierarquia»[148]) que defende os interesses superiores e que valoriza o poder social, a autoridade, a humildade e a riqueza suportam *spreads* mais baixos. Os credores parecem valorizar (cobrando *spreads* mais baixos) mais o poder dos indivíduos na tomada de decisões em função de um interesse particular, desvalorizando (cobrando maiores *spreads*) as sociedades em que se procura defender o interesse geral.

De notar ainda que os mutuários de países com sociedades de indivíduos assertivos e com intuito de dominar e modificar o ambiente para atingir os seus próprios objetivos, e que valoriza a ambição, o sucesso e a competência (variável «Domínio»[149]), são penalizados pelos credores que exigem *spreads* mais elevados.[150] No caso de mutuários de países com sociedades em que os indivíduos se adaptam e aceitam o ambiente em que vivem (sem pretensões de alterar a atual situação do seu país) (variável «Harmonia»[151]) tendem a suportar *spreads* mais baixos.

---

[146] Variável relativa à dimensão cultural "Autonomia Afetiva" de Schwartz. Valores mais elevados indicam que os valores culturais mais valorizados pelas sociedades são o prazer, a vida excitante e a vida variada. Para esta variável são utilizados os dados de Schwartz (2008b).

[147] Variável relativa à dimensão cultural "Egualitarismo" de Schwartz. Valores mais elevados indicam que os valores culturais mais valorizados pelas sociedades são a igualdade, a justiça social, a responsabilidade, a ajuda e a honestidade. Para esta variável são utilizados os dados de Schwartz (2008b).

[148] Variável relativa à dimensão cultural "Hierarquia" de Schwartz. Valores mais elevados indicam que os valores culturais mais valorizados pelas sociedades são o poder social, a autoridade, a humildade e a riqueza. Para esta variável são utilizados os dados de Schwartz (2008b).

[149] Variável relativa à dimensão cultural "Domínio" de Schwartz. Valores mais elevados indicam que os valores culturais mais valorizados pelas sociedades são a ambição, o sucesso, a ousadia, a autossuficiência e a competência. Para esta variável são utilizados os dados de Schwartz (2008b).

[150] Apesar de também na subamostra *Sem Rating* existir uma relação positiva, os mutuários *Junk Grade* destas sociedades conseguem financiamentos com taxas de juro mais baixas.

[151] Variável relativa à dimensão cultural "Harmonia" de Schwartz. Valores mais elevados indicam que os valores culturais mais valorizados pelas sociedades são a paz no mundo, a unidade com a natureza, a proteção do meio ambiente e a aceitação da outra parte. Para esta variável são utilizados os dados de Schwartz (2008b).

O Painel F evidencia a preponderância dos valores culturais de Inglehar e Welzel (2005). Os mutuários de países originários de sociedades que acreditam mais nos valores tradicionais das famílias (que enfatizam a importância da família, da religião e da autoridade) e que têm elevados níveis de orgulho nacional (medido pela variável «Valores Tradicionais»[152]) tendem a suportar *spreads* mais baixos. Embora para os mutuários avaliados pelas agências de risco esta dimensão cultural não seja relevante, para os mutuários *Sem Rating* é igualmente evidenciada uma associação negativa com os *spreads*. É ainda evidenciado que os mutuários de países com sociedades orientadas para o bem-estar, autoexpressão (*self-expression*) e qualidade de vida (variável «Valores Sobrevivência»[153]) suportam *spreads* mais baixos.

Em síntese, este ponto permite perceber a importância de várias dimensões de natureza cultural. Esses aspetos contêm informação importante para a determinação do *spread* dos empréstimos sindicados analisados, facto que se compreende não só por essas dimensões serem importantes para explicar comportamentos dos agentes económicos desses países, incluindo a sua apetência pelo risco, como o funcionamento das instituições e dos mercados onde estes se inserem. Conclui-se, assim, uma vez mais, que as características (agora as de natureza cultural) do país de onde o mutuário é originário são relevantes para explicar os seus custos de financiamento por empréstimos sindicados.

[152] Indicador para os *valores tradicionais*, que é medido pela concordância com os seguintes fatores: Deus é muito importante na vida do respondente; é mais importante que uma criança aprenda obediência e fé religiosa do que independência e determinação; índice de autonomia; o aborto nunca é justificável; o respondente tem um forte sentido de orgulho nacional; o respondente valoriza o respeito pela autoridade. Em alternativa, os *valores seculares-racionais* são medidos pela posição oposta nos fatores acima (Inglehart e Baker, 2000). São usados a médias dos valores obtidos em 5 *surveys*, relativos aos anos de 1981, 1990, 1995, 2000 e 2006. Valores mais elevados significam que se está perante uma sociedade mais orientada para os valores tradicionais, enquanto valores mais baixos significa que se está perante uma sociedade mais orientada para valores seculares-racionais. Para esta variável são utilizados os dados obtidos no World Value Survey (WVS).

[153] Indicador para os *valores de sobrevivência* (*survival*), que é medido pela concordância dos seguintes fatores: o respondente dá prioridade à segurança económica e física em relação à autoexpressão e qualidade de vida (Índice de Valores Materialista/Pós-Materialista com quatro itens); o respondente descreve-se como não muito feliz; a homossexualidade. Em alternativa, os *valores de autoexpressão* são medidos pela posição oposta nos fatores acima (Inglehart e Baker, 2000). Valores mais elevados significam que se está perante uma sociedade mais orientada para os valores de sobrevivência, enquanto valores mais baixos significa que se está perante uma sociedade mais orientada para valores de autoexpressão. Para esta variável são utilizados os dados obtidos em World Value Survey (WVS).

4.5.3. *Governance* e Política

A qualidade das instituições políticas e de governo dos países pode também assumir um papel importante na perceção da qualidade creditícia dos mutuários. Neste contexto, as "*tradições e instituições pelas quais a autoridade de um país é exercida*" (Kaufmann et al., 2009, p. 5)[154] têm um papel relevante nas condições do empréstimo. De igual modo, Doidge et al. (2007) defendem que um melhor governo do país permite que as empresas tenham acesso ao mercado de capitais em melhores condições. Além disso, os mesmos autores sustentam que países com melhor *governance* tendem a ter empresas melhor governadas, e Claessens (2006) reconhece que as empresas com fraco governo tendem a suportar custos de capital mais elevados.

Assim, espera-se que sejam cobradas taxas de juro mais baixas nos empréstimos concedidos a mutuários de países em que existe maior reconhecimento internacional de que o seu governo e as suas instituições funcionam de forma eficiente.[155]

Também o nível de desenvolvimento dos meios de comunicação social pode ajudar os *stakeholders* a obterem um conhecimento mais profundo das empresas, que ficam sujeitas a um escrutínio mais facilitado por um maior número de agentes económicos. Esta situação pode ser aferida pelo nível de circulação de jornais e pelo nível de liberdade de imprensa. A disseminação de informação sobre os mutuários pelos meios de comunicação social permite perceber se o fluxo de informação reportado está disponível para todos os agentes económicos (Bushman e Smith, 2001), mas também permite que a opinião pública exerça pressão como forma de minimizar os benefícios privados do controlo (Dyck e Zingales, 2004; Desai et al., 2007).

[154] Tradução do autor. No original "… *the traditions and institutions by which authority in a country is exercised*" (Kaufmann et al., 2009, p. 5).

[155] Chhaochhria e Laeven (2009) evidenciam que muitas empresas optam por adotar disposições de governo que vão além das que são adotadas pela generalidade das empresas do país, e que essas melhorias no governo da empresa estão positivamente associadas à avaliação da empresa. Brown et al. (2011) descrevem que os credores consideram que a perceção de um forte governo da empresa pode reduzir a possibilidade de incumprimento e pode melhorar a disponibilidade de informação que permita diminuir a assimetria de informação entre credor e mutuário para a análise de risco, pelo que os custos de capital serão menores.

Os fatores de índole política do país do mutuário podem também afetar o relacionamento entre mutuários e credores. Assim, também a proteção dos investidores, e consequentemente a taxa de juro, pode estar relacionada com fatores políticos.

De facto, por um lado, Munck e Verkuilen (2002) e Cheibub et al. (2010) defendem que o tipo de regime político é relevante para o desenvolvimento e crescimento económico e apresentam três alternativas para classificar os países entre regimes mais democrático ou mais ditatoriais (autoritarismo): o índice de democracia, o *ranking* político e a liberdade política. Considerando que a democracia no país pode afetar a forma como os diversos *stakeholders* interagem entre si, Li (2006) explica que os países com maior democracia são os que protegem melhor os direitos de propriedade, que reduzem os riscos de expropriação e de corrupção e que criam um ambiente favorável ao investimento. Huang (2010) acrescenta que a democracia também promove o cumprimento dos contratos (*enforcement*) e desencoraja a corrupção e a ilegalidade, bem como induz o crescimento económico. Neste sentido, Qi et al. (2010) e Delis et al. (2017) encontram evidência de que os mutuários de países mais democráticos obtêm financiamentos com menores taxas de juro. No entanto, os países com mais democracia podem também sofrer de pressões de grupos de interesse que podem levar a decisões ineficientes. Delis et al. (2017) também referem que nos países menos democráticos existem mais monopólios e apoio estatal que tornam o risco de incumprimento baixo. A liberdade política está associada à liberdade civil e de direitos humanos que estão protegidas pelas leis do Estado e que por norma são uma característica de sociedades democráticas. Neste sentido, Feng (2001) verifica que a liberdade política promove o investimento privado. Por outro lado, o modelo de Pagano e Volpin (2005) prevê que os países com um sistema eleitoral proporcional apresentam uma mais fraca proteção dos investidores do que os países com um sistema eleitoral maioritário. No entanto, Djankov et al. (2008b) evidenciam que este fator apenas é relevante quando não se considera o tipo de sistema legal na análise.

Por sua vez, Roe e Siegel (2009, 2011) defendem a importância das instituições políticas no setor financeiro. Seguindo a explicação de Qi et al. (2010), as instituições políticas de um país afetam os custos de financiamento pelos seguintes motivos: a (ins)estabilidade política tem reflexo na situação macroeconómica do país; o impacto da probabilidade de expropriação; o grau de corrupção; e o impacto no ambiente de informação geral do país.

Neste sentido, as instituições políticas podem facilitar a atividade económica no país e ajudar à redução dos custos de financiamento. Assim, utilizando um índice de direitos políticos (que mede o grau de liberdade das pessoas e dos partidos políticos no processo político), Qi et al. (2010) evidenciam que os direitos políticos estão associados a menores *spreads* nas obrigações de empresas. No entanto, verificam ainda que os direitos políticos e os efeitos legais são substitutos no custo de financiamento do mercado obrigacionista. Assim, países com melhores direitos políticos estão negativamente associados ao custo do financiamento, em ambientais legais com direitos dos credores mais fracos. Um dos aspetos referidos nos direitos políticos é a instabilidade sociopolítica, que está relacionada com a incerteza no ambiente político do país. Neste caso Qi et al. (2010) evidenciam que a instabilidade está positivamente relacionada com o custo do financiamento das empresas.

Na Tabela 4.7 são apresentados os resultados que evidenciam não só a importância do governo dos países do mutuário, mas também os efeitos de fatores políticos no *spread* dos financiamentos. No Painel A observa-se que a variável «*Governance* Participação»[156] está positivamente associada ao *spread* pago pelas empresas, pelo que os mutuários de países em que os cidadãos têm maiores direitos políticos contratam financiamentos com *spreads* mais elevados.[157] Este resultado afigura-se consentâneo com o reportado na Tabela 4.6 para a variável «Distância ao Poder», ambos indicando que pode ser percebido pelos credores que existe uma proteção dos interesses dos credores mais efetiva nos países mais hierarquizados.

[156] Indicador relativo à participação e responsabilização dos cidadãos que mede a extensão com que os cidadãos dos países são capazes de participar na seleção do seu governo, bem como a liberdade de expressão, a liberdade de associação e a liberdade dos meios de comunicação social. Valores elevados significam maiores direitos políticos. Fonte: Kaufmann et al. (2009); Worldwide Governance Indicators.

[157] Também a subamostra *Sem Rating* apresenta uma relação positiva. Todavia, nas subamostra de mutuários avaliados pelas agências de *rating*, os mutuários de países em sociedades em que predomina a liberdade de expressão, a liberdade de associação e a liberdade dos meios de comunicação social tendem a suportar *spreads* mais baixos.

Tabela 4.7: O Efeito da *Governance* e da Política do País do Mutuário no Custo do Financiamento

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan. Para o sistema legal os países são classificados de acordo La Porta et al. (1997, 1998), Djankov et al. (2007) e Cumming et al. (2011). O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*", quando o mutuário tem uma notação de rating BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de rating BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de rating atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas: (i) as variáveis *dummy* para classificar cada um dos sistemas legais: «Lei Comum», «Lei Civil Francesa», «Lei Civil Germânica» e «Lei Civil Escandinava»; (ii) «Direitos dos Acionistas» que permite averiguar o nível de proteção dos acionistas; (iii) «Direitos dos Credores» que permite averiguar o nível de proteção legal dos credores; (iv) «Execução da Lei» que permite averiguar o grau de cumprimento ou execução das leis e regulamentos. A definição das variáveis do caso base consta da Tabela 4.2. São ainda utilizadas as variáveis «*Governance* Estabilidade Política», «*Governance* Eficácia do Governo», «*Governance* Qualidade dos Regulamentos», «*Governance* Cumprimento das Regras», «*Governance* Participação», «*Governance* Controlo da Corrupção», «Circulação de Jornais», «Representação Proporcional», «Índice de Democracia», «*Ranking* Político», «Direitos Políticos» e «Instabilidade Sociopolítica», que se encontram definidas no Apêndice. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

	Painel A				**Painel B**			**Painel C**		**Painel D**		**Painel E**		
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	**Todos**	***Junk Grade***	**Todos**	***Junk Grade***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***
C	-76,96 ***	86,18 **	194,43 *	-9,76	-59,60 **	143,12 ***	549,72 ***	-133,50 ***	449,10 ***	-18,51	412,71 ***	-218,35 ***	16,35	79,34
Lei Civil Francesa	-101,12 ***	-46,07 ***	-90,49 ***	-108,35 ***	-128,19 ***	-48,30 ***	-147,54 ***	-101,93 ***	-150,17 ***	-120,18 ***	-153,48 ***	-117,14 ***	-29,80 ***	-110,55 ***
Lei Civil Germânica	-103,00 ***	-70,52 ***	-114,19 ***	-100,75 ***	-129,68 ***	-58,47 ***	-139,74 ***	-110,98 ***	-156,69 ***	-131,91 ***	-162,76 ***	-139,27 ***	-51,17 ***	-139,56 ***
Lei Civil Escandinava	-64,00 ***	-56,56 ***	-111,30 ***	-61,60 ***	-78,23 ***	-46,38 ***	-108,91 ***	-68,35 ***	-131,90 ***	-75,44 ***	-134,91 ***	-68,36 ***	-41,00 ***	-111,61 ***
Direitos dos Credores	-2,64 ***	-0,04	4,99 *	-4,98 ***	-2,27 **	1,04	14,73 ***	-3,62 ***	10,25 ***	-0,41	11,65 ***	3,00 ***	2,16 *	17,45 ***
Execução da Lei	17,54 ***	8,06 ***	47,11 ***	11,46 ***	6,41 ***	5,07 **	19,96 ***	11,62 ***	25,68 ***	11,27 ***	28,98 ***	14,08 ***	10,45 ***	34,28 ***
Direitos dos Acionistas	-140,25 ***	-88,35 ***	-200,49 ***	-128,57 ***	-146,40 ***	-63,86 ***	-212,58 ***	-116,44 ***	-222,58 ***	-158,86 ***	-233,82 ***	-164,20 ***	-31,84 **	-150,95 ***
Governance Estabilidade Política	-16,43 ***	1,94	-10,12	-18,46 ***										
Governance Eficácia do Governo	44,44 ***	-15,69 **	46,31 **	41,80 ***										
Governance Qualidade dos Regulamento	-1,11	7,24	48,31 ***	2,77										
Governance Cumprimento das Regras	-3,77	48,25 ***	44,27 **	-22,28 ***										
Governance Participação	8,10 ***	-19,22 ***	-43,02 ***	11,97 ***										
Governance Controlo da Corrupção	-1,92	-5,90	1,58	7,46 **										
Circulação de Jornais					-9,92 ***	-6,42	-28,25 ***							
Representação Proporcional					6,82 ***	0,13	-3,92							
Índice de Democracia								8,64 ***	-4,29					
Ranking Político										-0,44	-5,72 ***			
Direitos Políticos												-9,40 ***	-1,58	-0,63
Instabilidade Sociopolítica												17,35 ***	21,06 ***	50,82 ***
R^2	0,58	0,65	0,57	0,54	0,58	0,65	0,56	0,58	0,56	0,58	0,56	0,58	0,65	0,57
Adj. R^2	0,58	0,65	0,56	0,54	0,58	0,65	0,56	0,58	0,56	0,58	0,56	0,58	0,65	0,56
Número de Observações	79480	8931	16709	53840	79480	8931	16709	79480	16709	78269	16696	77141	8829	16650

Num ambiente político mais estável (medido pela variável «*Governance* Estabilidade Política»[158]) os mutuários obtêm financiamentos mais baratos. Desta forma, a estabilidade política permite a confiança dos credores no funcionamento das instituições e na sua capacidade para recuperar o empréstimo em caso de incumprimento. O ambiente político apenas é relevante (e no mesmo sentido) para os mutuários *Sem Rating*, sendo que nas restantes subamostras este fator não é relevante para o custo do financiamento.

No que se refere à qualidade do serviço público e civil, a variável «*Governance* Eficácia do Governo»[159] está positivamente associada aos *spreads* suportados pelos mutuários, o que pode estar relacionado com a elevada correlação deste indicador com a corrupção (Kapoor e Ravi, 2012). Apesar da mesma relação se verificar nos mutuários das subamostras *Junk Grade* e *Sem Rating*, os mutuários *Investment Grade* de países em que os governos têm capacidade para produzir e implementar boas políticas encetam negociações que lhes permitem obter *spreads* mais baixos. É, pois, entre os mutuários sem notação de crédito e *Junk Grade* que o efeito positivo se faz sentir.

No que se refere à qualidade da regulação no país do mutuário (variável «*Governance* Qualidade dos Regulamentos»[160]), não é encontrada evidência de significância estatística. De notar que os mutuários *Junk Grade* de países com maior qualidade da regulação e nos quais o setor privado tem condições para se desenvolver suportam *spreads* mais elevados. Assim, em países com maior capacidade dos governos para formularem boa regulação e com uma adequada supervisão bancária, os mutuários com maior nível de risco de crédito suportam maiores custos pelo crédito. Estes resultados podem, por isso, dever-se a razões similares às que explicam o sinal positivo de variáveis da supervisão (Tabela 4.5), como sejam a qualidade do governo/supervisão impor exigências ou restrições aos bancos que

[158] Indicador que mede a perceção da probabilidade de que o governo seja desestabilizado ou derrubado por meios inconstitucionais ou violentos, incluindo a violência política e o terrorismo. Valores elevados significam ambiente político mais estável. Fonte: Kaufmann et al. (2009); Worldwide Governance Indicators.

[159] Indicador que mede a qualidade dos serviços públicos, a qualidade do serviço civil e do seu grau de independência das pressões políticas, a qualidade da formulação e implementação de políticas e a credibilidade do comprometimento do governo a tais políticas. Valores elevados significam maior qualidade do serviço público e civil. Fonte: Kaufmann et al. (2009); Worldwide Governance Indicators.

[160] Indicador que mede a capacidade dos governos para formularem e implementarem políticas e regulação sã que permitam e promovam a concorrência no mercado e o desenvolvimento do setor privado. Valores elevados significam maior qualidade da regulação. Fonte: Kaufmann et al. (2009); Worldwide Governance Indicators.

se traduzem na imposição de taxas de juro mais elevadas. Este resultado é, também, compatível com a ideia de que estruturas organizacionais mais simples (Delis et al., 2017) podem conduzir a custos de financiamento mais baixos.

Depois, apesar de na amostra total a variável «*Governance* Cumprimento das Regras»[161] não ser estatisticamente significativa, os mutuários *Sem Rating* de países com maior respeito pela lei e pelas regras da sociedade (nomeadamente em termos da qualidade de execução dos contratos, da polícia e dos tribunais) obtêm financiamentos mais baratos. Os mutuários com notação de *rating* suportam *spreads* mais elevados nos países com maior respeito pelas regras (considerando o controlo pelos direitos dos investidores e o *enforcement*).

A variável «*Governance* Controlo da Corrupção»[162] parece não assumir relevância na explicação dos *spreads* de financiamentos sindicados. A corrupção também não é um fator relevante na determinação do *spread* de mutuários escrutinados por agências de *rating*. No entanto, os resultados para o indicador de controlo da corrupção evidenciam que os mutuários *Sem Rating* de países com melhor controlo da corrupção suportam *spreads* mais elevados, o que parece indiciar que a existência de procedimentos de controlo implica custos de funcionamento no sistema bancário e financeiro que os credores refletem no preço cobrado no crédito concedido. Assim, a corrupção parece ser relevante na determinação dos *spreads* de mutuários sem notação de risco de crédito.[163]

[161] Indicador que mede a extensão com que os agentes têm confiança e respeitam as regras da sociedade, nomeadamente a qualidade de execução dos contratos, a polícia e os tribunais, bem como a probabilidade de ocorrência de crime e violência. Valores elevados indicam que a lei e a ordem são mais fortes. Fonte: Kaufmann et al. (2009); Worldwide Governance Indicators.

[162] Indicador que mede a extensão com que o poder político é exercido para obtenção de ganhos privados, incluindo grandes e insignificantes formas de corrupção, assim como a "captura" do estado pelas elites e pelos interesses privados. Valores elevados indicam melhor controlo da corrupção. Fonte: Kaufmann et al. (2009); Worldwide Governance Indicators.

[163] Além da análise do governo dos países é também estudada como a transparência política e económica do país pode influenciar os custos de financiamento. Bellver e Kaufmann (2005) descrevem a importância da transparência, que além de permitir melhorar a alocação de recursos, pode tornar os governos mais responsáveis, dificultar o poder dos interesses especiais e, assim, levar a melhores políticas e instituições. Glennerster e Shin (2003, 2008) evidenciam como países mais transparentes obtêm custos de financiamento mais baixos quando emitem dívida soberana. Não foi, no entanto, encontrado qualquer estudo que analise a importância da transparência do país para os custos de financiamento das empresas, mas é expectável que os mutuários de países com maior transparência obtenham financiamentos mais baratos. Para a análise da transparência são usados dois indicadores de transparência nos países: a transparência económica/institutional e a transparência politica, definidos em Bellver e Kaufmann (2005). Um valor elevado indica, respetivamente, por um lado, maior transparência económica, contabilística e orçamental, e, por outro lado, maior transparência do financiamento político, abertura do sistema político e liberdade

O Painel B evidencia que os mutuários de países com maior disponibilização de meios de comunicação social (jornais e periódicos) – variável «Circulação de Jornais»[164] – suportam *spreads* mais baixos, o que parece indiciar uma maior transparência com a disseminação de informação e com a pressão da opinião pública no controlo de potencias benefícios privados do controlo dos grandes acionistas, conforme explicado em Bushman e Smith (2001) e Dyck e Zingales (2004), respetivamente. No Painel B do Anexo XVII é ainda encontrada evidência de que a liberdade no uso da internet (variável «Liberdade Digital (Internet)»[165]) parece relevar de forma positiva para o custo do financiamento pois os mutuários de países com maiores níveis de liberdade digital e de internet suportam *spreads* mais baixos. O acesso a informação por meios digitais parece ter preponderância na transparência e no controlo das decisões dos mutuários que permitem reduzir o risco de crédito. Apenas para os mutuários de menor nível de risco este fator não é estatisticamente significativo.[166]

No Painel B é possível ainda constatar que os mutuários de países com um sistema eleitoral proporcional (variável «Representação Proporcional»[167]) suportam *spreads* mais

---

de imprensa para monitorar o desempenho do governo e expressar a voz das pessoas. No Painel A do Anexo XVII conclui-se que os mutuários de países com maior transparência económico/institucional suportam *spreads* mais elevados, o que está em consonância com os resultados para a variável «Reporte Transparente» reportado no Anexo XV. Estes resultados parecem evidenciar que os mutuários de países mais transparentes e com maior divulgação de informação é aproveitado pelos credores para cobrarem maiores taxas de juro. Nos países em que os governos apresentam maior transparência económica/institucional os mutuários são chamados a suportar maiores *spreads*. Esta conclusão pode ser reveladora de inexistência de efeito substituição, pois existindo maior transparência no governo do país as empresas parecem não ter capacidade de negociação para aproveitar as boas práticas de transparência. Ao nível da transparência política, constata-se que os mutuários de países com maior transparência suportam *spreads* mais baixos, que se fica a dever aos mutuários da subamostra *Sem Rating*.

[164] Variável que permite conhecer o número de jornais por 1000 habitantes. A variável é calculada como a média do período 1997-2006. Para este indicador são utilizados dados de Djankov et al. (2008b).

[165] Indicador que mede o nível de internet de cada país e a liberdade dos media digitais. Este índice também permite medir o acesso e a abertura de outros meios digitais de transmissão de informação, nomeadamente de chamadas telefónicas e de serviço de mensagem de texto. Para a construção deste indicador são efetuadas questões em três categorias: obstáculos ao acesso; limites no conteúdo; violação no direito de uso. São utilizados dados para o único ano disponível, 2017. Para este indicador são utilizados dados obtidos de Freedom House.

[166] Todavia, no Painel B do Anexo XVII é possível verificar que os mutuários de países com maior grau de liberdade da imprensa e que mais esforço as autoridades fazem para manter essa liberdade (variável «Liberdade de Imprensa») obtêm financiamentos com *spreads* mais elevados. Desta forma, não é pela existência de uma maior liberdade de imprensa que os mutuários beneficiam de melhores custos de financiamento. Esta variável mantém o sinal nas subamostras, com exceção nos mutuários *Investment Grade* para os quais este fator não é relevante.

[167] Indicador igual a 3 se 100 por cento dos lugares é designado seguindo a regra de proporcionalidade, 2 se a maioria dos lugares são designados por essa regra, 1 se a minoria dos lugares são designados proporcionalmente e 0 se nenhum lugar é designado dessa forma. São usadas todas as observações disponíveis para o período entre 1975 e 2000. Para este indicador são utilizados dados de Djankov et al.

elevados. Este resultado apenas se mantém na subamostra de mutuários *Sem Rating*. O Painel C evidência que os mutuários de países com valores mais altos para a variável «Índice de Democracia»[168] suportam *spreads* mais elevados. Os mutuários de regimes mais do tipo ditatorial parecem assim conseguir negociar melhores *spreads*. Uma vez que na regressão são utilizadas variáveis que contemplam o efeito da proteção legal dos credores, esta variável permite evidenciar que os mutuários de países menos democráticos suportam *spreads* mais baixos, o que pode estar relacionado com a existência de estruturas organizacionais mais simples (Delis te al, 2017), e é compatível com os resultados obtidos na Tabela 4.6 para a variável «Distância ao Poder». Neste contexto, analisando o caso da China, Gehlbach e Keefer (2011) defendem que a autocracia pode ajudar promover o investimento no sentido que o partido que apoia o governo permite compromissos credíveis com os investidores. Este índice de democracia apenas não é estatisticamente positivo na subamostra de mutuários *Junk Grade*.[169] Também o Painel C do Anexo XVII permite verificar que os mutuários de países com maior liberdade política (variável «Liberdade Política»[170]) suportam maiores *spreads* de taxa de juro. Deste modo, vários resultados o indicam, os mutuários de países com maior nível de liberdade no processo eleitoral e de pluralismo político tendem a suportar *spreads* mais elevados.

(2008b), que utiliza dados da World Bank Database on Political Institutions e definidos em Beck et al. (2001).

[168] Índice de democracia no país do mutuário que se centra em 5 categorias: o processo eleitoral e pluralismo, as liberdades civis, o funcionamento do governo, participação política e cultura política. São utilizados dados para o ano anterior ao empréstimo, desde 2006. Valores variam entre 0 e 10. Valores mais elevados sugerem um maior nível de democracia e valores mais baixos sugere uma tendência para regimes autoritários. Para este indicador são utilizados dados obtidos do The Economist, Economist Intelligence Unit Democracy Index.

[169] Pela análise da democracia no Painel D da Tabela 4.7 (variável «*Ranking* Político», que mede a competitividade da participação política, a competitividade do recrutamento de executivos e a abertura ao recrutamento de executivos) verifica-se a participação dos cidadãos em atividades políticas não é estatisticamente significativa. No entanto, na subamostra *Junk Grade* os mutuários de países mais democráticos obtêm financiamentos com *spreads* mais baixos. Neste caso, os mutuários com maior risco de crédito associado beneficiam de melhores *spreads* quando o credor percebe que o nível de democracia no país do mutuário lhe possibilita uma proteção mais efetiva.

[170] Índice de direitos políticos e liberdades civis, que são escalados de 1 (maior liberdade) a 7 (menos liberdade). Os direitos políticos são considerados em oito áreas: (1) se o chefe de estado ou de governo é eleito através de eleições livres e justas; (2) se os representantes legislativos são eleitos através de eleições livres e justas; (3) Se há leis eleitorais livres, oportunidades de campanha iguais, sondagens justas e contagem dos votos honesta; (4) se os eleitores podem atribuir poder a representantes livremente eleitos; (5) se as pessoas têm o direito de organizar diferentes partidos políticos; (6) se existe uma votação significativa na oposição; (7) se as pessoas são livres do domínio de regimes militares, regimes totalitários, etc.; e (8) qual o nível de autogoverno e autonomia de grupos culturais, étnicos, religiosos e militares. As liberdades civis são avaliadas em quarto categorias: (1) liberdade de expressão e crenças; (2) direitos de associação e organização; (3) domínio da lei e direitos humanos; e (4) autonomia pessoal e direitos económicos. Para este indicador são utilizados dados obtidos de Freedom House.

No que se refere aos direitos políticos é evidenciado no Painel F da Tabela 4.7 que o grau de liberdade das pessoas e dos partidos políticos (variável «Direitos Políticos»[171]) não é estatisticamente significativo na subamostras de mutuários com notação de *rating*, o que pode estar relacionado com o efeito substituição dos direitos políticos com o ambiente legal do país, como em Qi et al. (2010). Apenas na subamostra dos mutuários *Sem Rating* se constata que mutuários de países com direitos políticos mais robustos suportam *spreads* mais baixos. Tal como em Qi et al. (2010), neste painel é ainda encontrada evidência que os mutuários de países com maior instabilidade sociopolítica (variável «Instabilidade Sociopolítica»[172]) suportam *spreads* mais elevados, sinal da perceção de maior risco pelos credores.

Em síntese, a análise efetuada evidencia a importância de aspetos relacionados com a *governance* e com os fatores de índole política do país do mutuário. Dado que os mutuários são originários de países dirigidos por governantes que incentivam determinados comportamentos, o nível de risco percecionado pelos credores parece estar também associado a estes fatores. Da análise efetuada, salienta-se que é possível concluir que o reconhecimento internacional de que o governo e as instituições do país funcionam de forma eficiente é relevante para a determinação do *spread*. Acresce ainda que também os fatores políticos analisados parecem induzir custos de financiamento distintos nos mutuários de diferentes países.

---

[171] Índice de direitos políticos em que classificações mais elevadas incidem em países que se aproximam mais dos ideais sugeridos por questões relacionadas com: há eleições livres e justas; aqueles que são eleitos, exercem o poder; há partidos concorrentes ou outros agrupamentos políticos concorrentes; a oposição tem um papel importante e poder efetivo; e grupos minoritários têm autogovernação razoável ou podem participar no governo através de consensos formais. As questões da *check list* são agrupadas em três subcategorias: processo eleitoral (três questões), pluralismo político (quatro questões), e funcionamento do governo (três questões). Para cada questão são atribuídos zero a quatro pontos, em que zero indica o mais baixo grau e quatro o mais alto grau de direitos. Estas classificações são, posteriormente, combinadas para formar o índice de direitos políticos. O índice varia com o tempo e varia entre um (fracos direitos políticos) a sete (fortes direitos políticos) e é construído para todos os anos entre 1980 e 2006. Para este indicador são utilizados dados de Qi et al. (2010).

[172] Índice que mede a instabilidade sociopolítica de um país e é construído com o método de Alesina e Perotti (1996) utilizando a análise de componentes principais das variáveis: assassinatos (número de homicídios ou tentativas de homicídio de membros do governo ou políticos com motivações políticas); revoluções (qualquer alteração ilegal ou forçada da elite governamental de topo, qualquer tentativa de efetuar essa alteração ou qualquer revolução armada bem ou mal sucedida cujo objetivo seja independência do governo central); purgas (qualquer eliminação sistemática através de prisão ou execução da oposição política entre os membros do regime ou da oposição). O índice é construído para cada um dos anos entre 1980 e 2003; termina em 2003 uma vez que algumas variáveis só estão disponíveis até esse ano. O índice varia com o tempo e valores mais altos indicam um maior grau de instabilidade sociopolítica. Para este indicador são utilizados dados de Qi et al. (2010).

4.5.4. Contributo Relativo dos Diferentes Fatores

Ao longo desta secção foram apresentados os resultados relativos a um elevado número de fatores relativos ao ambiente institucional do país do mutuário. No sentido de esclarecer a importância relativa de cada um deles, procura-se perceber como é que cada uma das variáveis utilizadas verdadeiramente explica da variância dos *spreads*. Para isso calculou-se a capacidade explicativa de cada um quando usado sozinho como variável explicativa do *spread*, através do respetivo R^2 ajustado. Em seguida calculou-se a variação do R^2 ajustado quando esse fator explicativo era adicionado ao modelo base. Os resultados constam da Tabela 4.8.

Da sua análise é possível verificar o contributo de cada fator institucional para a explicação do *spread* nos empréstimos sindicados. No Painel A são apresentadas as variáveis relativas ao ambiente de negócio e constata-se que a «Falência», a «Supervisão Privada», o «Conteúdo Informativo» e a «Evasão Fiscal» são as que individualmente mais capacidade explicativa têm. Quando introduzidas individualmente cada uma das variáveis no modelo base, o fator que mais capacidade explicativa acrescenta é a «Falência», seguida pela qualidade da «Contabilidade».

No Painel B são apresentados os resultados relativos à contribuição dos fatores culturais dos países. Apesar de genericamente as variáveis de índole cultural terem um poder explicativo reduzido, as variáveis «Individualismo versus Coletivismo», «Valores de Sobrevivência», «Orientação de Longo Prazo», «Valores Tradicionais», «Indulgência versus Repressão» e «Diversidade Étnica», entre outras, têm algum poder explicativo quando usadas individualmente.

No Painel C são analisadas as variáveis relativas aos fatores de *governance* e política dos países do mutuário. Aqui se constata que as variáveis relativas aos «Direitos Políticos», ao «*Governance* Cumprimento das Regras», à «Representação Proporcional» e ao «Índice de Democracia» são as que têm maior capacidade explicativa individual, embora o seu contributo face ao modelo base seja marginal.

Tabela 4.8: O Poder Explicativo dos Fatores Institucionais dos Países do Mutuário

Esta tabela apresenta os cálculos relativos à capacidade explicativa individual de cada variável no *spread*, bem como quanto é que cada uma acrescenta quando adicionada às demais. Para este efeito são utilizados os coeficientes de determinação do Painel D.1 da Tabela 4.3. Os dados apresentados referem-se ao coeficiente de determinação ajustado. As variáveis encontram-se definidas no Apêndice.

	Capacidade explicativa de cada fator (%)				**Aumento da capacidade explicativa devida ao acréscimo de cada fator no modelo base (%)**			
Variável	***Todos***	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	***Todos***	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
Painel A: Ambiente de Negócios								
Falência	3,21%	0,13%	0,19%	4,80%	2,96%	1,19%	0,64%	3,79%
Supervisão Privada	2,40%	0,05%	0,05%	3,65%	0,15%	0,29%	0,02%	0,30%
Conteúdo Informativo	2,08%	0,05%	0,39%	3,03%	0,00%	0,02%	0,00%	0,00%
Evasão Fiscal	1,34%	0,00%	0,65%	1,71%	0,01%	0,00%	0,04%	0,04%
Entrada	0,99%	0,40%	0,30%	0,84%	0,10%	0,30%	0,04%	0,11%
Independência da Supervisão	0,92%	0,03%	0,12%	1,43%	0,02%	0,03%	0,02%	0,03%
Contabilidade	0,87%	0,21%	0,22%	1,24%	0,95%	0,10%	0,35%	1,10%
Resultado da Recuperação	0,21%	0,02%	0,43%	0,14%	0,02%	0,04%	0,00%	0,00%
Custo para Recuperar	0,10%	0,27%	0,02%	0,15%	0,29%	0,08%	0,00%	0,43%
Supervisão Oficial	0,09%	0,00%	0,09%	0,02%	0,08%	0,03%	0,00%	0,07%
Taxa de Recuperação	0,06%	0,33%	0,28%	0,05%	0,00%	0,03%	0,00%	0,02%
Restrição na Atividade	0,04%	0,00%	0,09%	0,00%	0,02%	0,14%	0,00%	0,02%
DFs Bancos	0,01%	0,26%	0,00%	0,00%	0,06%	0,31%	0,05%	0,08%
Restrição de Capital	0,00%	0,11%	0,03%	0,00%	0,02%	0,04%	0,00%	0,02%
Tempo para Recuperar	0,00%	0,11%	0,14%	0,00%	0,03%	0,08%	0,01%	0,03%
Painel B: Cultura								
Individualismo versus Coletivismo	6,48%	0,11%	1,16%	9,56%	0,04%	0,09%	0,09%	0,01%
Valores de Sobrevivência	5,77%	0,35%	0,98%	8,69%	0,14%	0,10%	0,17%	0,14%
Orientação de Longo Prazo	4,79%	0,79%	0,42%	6,91%	0,08%	0,01%	0,08%	0,09%
Valores Tradicionais	4,76%	0,71%	0,28%	6,63%	0,13%	0,03%	0,02%	0,18%
Indulgência versus Repressão	3,64%	0,32%	0,30%	5,38%	0,11%	0,03%	0,03%	0,15%
Diversidade Étnica	3,18%	0,36%	0,23%	4,20%	0,25%	0,00%	0,01%	0,42%
Distância ao Poder	3,11%	0,01%	1,19%	4,35%	0,10%	0,09%	0,21%	0,09%
Harmonia	2,92%	0,15%	0,56%	3,60%	0,15%	0,11%	0,10%	0,16%
Autonomia Afetiva	2,66%	0,01%	0,15%	4,74%	0,26%	0,07%	0,10%	0,21%
Felicidade	2,61%	0,20%	0,69%	3,59%	0,10%	0,13%	0,21%	0,12%
Diversidade Religiosa	2,15%	0,05%	0,75%	2,53%	0,12%	0,32%	0,11%	0,15%
Evitar a Incerteza	2,10%	0,37%	0,71%	2,30%	0,15%	0,00%	0,07%	0,14%
Cultura	1,78%	0,01%	0,56%	2,78%	0,09%	0,05%	0,15%	0,13%
Domínio	1,01%	0,08%	0,45%	0,97%	0,09%	0,05%	0,05%	0,13%
Autonomia Intelectual	0,93%	0,35%	0,34%	0,71%	0,09%	0,06%	0,04%	0,13%
Hierarquia	0,73%	0,00%	0,00%	1,46%	0,11%	0,05%	0,15%	0,14%
Egualitarismo	0,63%	0,05%	0,01%	1,38%	0,12%	0,16%	0,18%	0,11%
Masculinidade versus Feminilidade	0,51%	0,26%	0,07%	1,09%	0,18%	0,23%	0,05%	0,14%
Diversidade Linguística	0,07%	0,74%	0,00%	0,28%	0,10%	0,00%	0,00%	0,15%
Envolvimento	0,01%	0,17%	0,03%	0,19%	0,13%	0,06%	0,08%	0,12%
Painel C: *Governance* e Política								
Direitos Políticos	1,74%	0,00%	0,25%	2,88%	0,36%	0,14%	0,13%	0,43%
Governance Cumprimento das Regras	1,49%	0,00%	1,05%	2,12%	0,02%	0,13%	0,13%	0,01%
Representação Proporcional	1,24%	0,12%	0,24%	1,54%	0,03%	0,00%	0,00%	0,05%
Índice de Democracia	1,09%	0,10%	0,02%	1,94%	0,04%	0,14%	0,00%	0,07%
Governance Participação	1,06%	1,39%	0,07%	2,26%	0,02%	0,00%	0,00%	0,02%
Ranking Político	0,97%	0,01%	0,24%	1,49%	-0,24%	0,13%	0,01%	-0,53%
Governance Estabilidade Política	0,91%	0,03%	0,46%	1,20%	0,01%	0,02%	0,01%	0,02%
Governance Qualidade dos Regulamento	0,50%	0,65%	0,00%	0,95%	0,02%	0,01%	0,19%	0,03%
Circulação de Jornais	0,36%	1,04%	0,03%	0,43%	0,02%	0,01%	0,03%	0,02%
Governance Eficácia do Governo	0,34%	1,44%	0,00%	0,88%	0,08%	0,00%	0,19%	0,10%
Governance Controlo da Corrupção	0,17%	1,56%	0,12%	0,68%	0,04%	0,00%	0,11%	0,07%
Instabilidade Sociopolítica	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,34%	0,32%	0,24%	0,12%

Em suma, quando individualmente consideradas, as variáveis relativas à cultura são as que maior capacidade explicativa apresentam, registando-se que 60% delas conduzem a R^2 ajustados acima de 2,0%. Entre estas, destacam-se especialmente as variáveis «Individualismo versus Coletivismo» e «Valores de Sobrevivência» com valores para aquele indicador acima de 5,0%. As variáveis relativas ao ambiente de negócios são as que em segundo lugar revelam maior capacidade explicativa individual, mas aí apenas três variáveis («Falência», «Supervisão Privada» e «Conteúdo Informativo») ultrapassam o R^2 ajustado de 2,0%. Por fim, nenhuma das variáveis do grupo *Governance* e Política atinge este patamar.

De salientar ainda que o efeito da capacidade explicativa individual de cada fator se deve, principalmente, pela contribuição dos mutuários da subamostra sem notação de risco de crédito. Deste modo, as variáveis utilizadas parecem ter uma maior capacidade explicativa nos mutuários *Sem Rating*, enquanto para os mutuários escrutinados pelas agências de *rating* a contribuição destas variáveis é marginal o que indicia que os credores confiam nestas agenciam e não consideram necessário acrescentar outros fatores na sua análise para determinar o *spread*. Assim, o ambiente de negócios e os fatores culturais, de governo e políticos são sobretudo relevantes para a determinação do *spread* exigido aos investidores sem notação de *rating*.

Quando adicionadas às demais variáveis do modelo base, o aumento da capacidade explicativa é em todos os casos modesto, aí se destacando somente a variável «Falência» que faz aumentar o indicador da qualidade do ajustamento em 2,96%.

4.6. Síntese Conclusiva

Neste capítulo foi analisado se o ambiente legal do país do mutuário afeta o *spread* dos empréstimos sindicados, na perspetiva da efetiva proteção legal proporcionada a credores e investidores. Este capítulo aborda ainda múltiplas outras características do ambiente institucional que interagem com o ambiente legal do país e que podem afetar de forma relevante o *spread* nos empréstimos sindicados.

Aqui se constatou que os mutuários de países com Lei Civil obtêm financiamentos com menores *spreads* do que os de países de Lei Comum. Estes resultados sugerem que os mutuários de países tidos internacionalmente como possuindo melhores índices de execução da lei (*law enforcement*) obtêm empréstimos com menores custos de financiamento, resultado consentâneo com Bae e Goyal (2009), mas igualmente sugerem que os mutuários de países que têm leis mais protetoras (*vide*, La Porta et al. 1997, 1998) são chamados a suportar *spreads* mais elevados. Todavia, analisando os efeitos das características específicas da legislação de proteção dos credores e dos investidores, os resultados permitem concluir que os mutuários de países com maior nível de proteção dos credores, melhor *enforcement legal* e maior proteção dos acionistas minoritários, suportam *spreads* mais baixos nos financiamentos sindicados. Deste modo, a proteção legal dos investidores parece ser valorizada positivamente pelos credores pelo facto de percecionarem risco de crédito mais baixo em ambientes que serão mais confiáveis quanto ao reembolso do crédito. Estes resultados contribuem também para a literatura pelo testemunho que dão de que a simples consideração da origem legal dos países, como indicador de qualidade de proteção dos credores, pode levar a conclusões erradas. Na realidade, a proteção legal dos credores e dos investidores materializa-se em leis específicas, que são suscetíveis de evoluir ao longo do tempo, e que não podem ser cristalizadas no facto histórico da sua origem legal, como se de um fatalismo se tratasse.

Neste capítulo é novamente analisado de que forma o nível de desenvolvimento financeiro do país pode afetar a determinação do *spread*. Na realidade admite-se aqui a hipótese de o nível de desenvolvimento financeiro ser afetado pela origem e pelo grau de proteção legal que caracterizam cada país. Os resultados alcançados permitiram confirmar as conclusões obtidas nos capítulos anteriores e evidenciar que os mutuários

de países mais desenvolvidos suportam *spreads* de taxa de juro mais baixos do que os mutuários de países com sistemas financeiros menos desenvolvidos.

Neste estudo foram também analisados os efeitos do ambiente de negócios, do ambiente cultural e do governo do país do mutuário. No ambiente de negócios foram estudados aspetos relacionados com a contabilidade, a divulgação de informação e fiscalidade, a regulação bancária, a falência e o conteúdo informativo partilhado. Neste contexto, é encontrada evidência de que os mutuários de países com padrões contabilísticos mais robustos, menor índices de evasão fiscal e melhor qualidade da supervisão bancária (isto é, melhor supervisão pública, melhor supervisão privada e maior independência do supervisor) suportam *spreads* mais baixos. No entanto, nos países em que a regulamentação bancária apresenta mais restrições (de capital, de atividade, à entrada ou de informação) os mutuários suportam custos mais altos. De salientar ainda que os mutuários em países com mais preponderância de falências suportam *spreads* mais elevados, enquanto que os mutuários de países com maior disponibilidade de informação de crédito suportam *spreads* mais baixos. Desta forma confirmou-se a relevância do ambiente de negócios para o custo de financiamento.

No que se refere aos aspetos culturais, foi verificado que o *spread* suportado varia em função do ambiente sociocultural em que o mutuário se enquadra. A dimensão cultural do país do mutuário permite perceber que diferentes níveis de risco de crédito e a apetência face ao risco das sociedades em que se inserem têm diferente impacto no custo do financiamento. Neste contexto, em particular, constatou-se que, em geral, a diversidade religiosa e étnica estão associadas a *spreads* mais altos, mas que a diversidade linguística não tem efeito significativo. É ainda relevante notar que o aumento da distância ao poder, isto é a hierarquização da sociedade, tem um efeito negativo sobre os *spreads*, o que pode resultar da perceção que em sociedades desta natureza é mais fácil impor o cumprimento dos contratos.

No que respeita a indicadores políticos de *Governance* do país do mutuário, foi possível constatar que os mutuários de países em que existe um ambiente político mais estável suportam *spreads* de taxa de juro mais baixos. De igual modo se viu que regimes mais do tipo ditatorial e com estruturas organizacionais mais simples estão predominantemente associados a *spreads* mais baixos. Acresce que os mutuários de países com maior

facilidade no acesso a informação (ou seja, os que proporcionam maior transparência) suportam *spreads* mais baixos.

Ao nível do ambiente político foi possível evidenciar que os mutuários de países com um sistema eleitoral proporcional e com maior nível de liberdade no processo eleitoral e de pluralismo político tendem a suportar *spreads* mais elevados. De salientar ainda que, apesar de os direitos políticos não estarem relacionados com o *spread*, o que pode estar relacionado com o efeito substituição dos direitos políticos com o ambiente legal do país, é evidenciado que os mutuários de países com maior instabilidade sociopolítica suportam *spreads* mais elevados, sinal da perceção de maior risco pelos credores.

Finalmente, constatou-se que a capacidade explicativa individual das variáveis de natureza institucional utilizadas (ambiente de negócios, cultura e *governance* e política) é em geral baixa, e que é entre as de natureza cultural que se encontram com mais frequência variáveis com alguma capacidade explicativa individual. Quando adicionadas ao modelo base a capacidade explicativa destas variáveis é marginal, sendo a percentagem de falências no país a que mais capacidade explicativa adiciona. Talvez mais importante que isso, porém, é o facto de se ter constatado que o ambiente de negócios e os fatores culturais, de governo e políticos são sobretudo relevantes para a determinação do *spread* exigido aos investidores sem notação de *rating*.

5. Conclusões

5.1. A Importância de Fatores Institucionais do País do Mutuário

O *spread* de taxa de juro suportado pelas empresas está relacionado com o prazo e com o risco percecionado pelo credor, sendo que este depende necessariamente das características do mutuário. Neste estudo, procurou-se averiguar se mutuários de diferentes países (ou melhor, de países com características distintas), *ceteris paribus*, conseguem negociar empréstimos com diferentes *spreads*.

Neste âmbito, Carey e Nini (2007), Giannetti e Laeven (2012) e Houston et al. (2012) encontram evidência de que o custo do financiamento bancário sindicado está relacionado com o local da emissão do empréstimo, com o financiamento por bancos do país do mutuário e com a nacionalidade do mutuário, respetivamente. Estes estudos reforçam assim a ideia de que os *spreads* suportados podem estar relacionados não só com fatores intrínsecos do mutuário, mas também com fatores institucionais associados ao país do mutuário. Por outras palavras, o mutuário é ele próprio e o seu contexto, mas será que ambos contam na hora da fixação da taxa de juro? Se sim, que características desse contexto levam a um aumento (a uma redução) da taxa de juro?

Nesta tese procura-se ajudar a esclarecer estas questões. Para isso, é analisado o efeito que o país do mutuário pode induzir no *spread* de empréstimos, aglutinando os países em grupos homogéneos relativamente a determinados fatores institucionais. As características distintivas dos países analisadas são, primordialmente, o tipo de sistema financeiro (e seu nível de desenvolvimento), o tipo de sistema de governo e o tipo de sistema legal, mas igualmente fatores caracterizadores do ambiente de negócios, fatores culturais e fatores políticos.

Quanto ao tipo de sistema financeiro, os países podem ser classificados com sendo mais orientados para o mercado ou para os bancos. Num sistema financeiro baseado nos bancos existe um relacionamento próximo e de longo prazo entre os mutuários e os credores, que permite não só minimizar a assimetria de informação, mas também facilita o controlo e a avaliação da qualidade da gestão e do governo da empresa. Adicionalmente, o nível de

desenvolvimento financeiro pode também facilitar o acesso ao mercado de financiamento.

Relativamente ao tipo de sistema de *governance*, os países podem ser classificados como tendo um sistema de governo do tipo anglo-saxónico ou um sistema de governo do tipo continental. Nas empresas originárias de países com sistema de governo anglo-saxónico, em síntese, o governo cabe ao conselho de administração (em geral, composto por membros executivos e membros não executivos), a propriedade está dispersa, existem frequentemente investidores institucionais com participações qualificadas e o mercado de capitais é amplo e líquido. No sistema de governo continental, igualmente em síntese, a gestão cabe à administração executiva e o governo cabe primordialmente ao órgão de supervisão, a propriedade está concentrada no governo, nas famílias, nos bancos ou em outras empresas e o mercado de capitais é estreito e ilíquido. O financiamento bancário tem uma maior preponderância nestas empresas do que nas empresas anglo-saxónicas.

No que se refere ao tipo de sistema legal os países podem ser classificados como tendo origem num sistema jurídico assente na Lei Civil, na Lei Comum ou na Lei Socialista, nos quais é possível identificar diferentes níveis de proteção legal para os investidores. Dentro dos países de Lei Civil são diferenciados os países de origem francesa, germânica e escandinava. Para La Porta et al. (1998) os países de Lei Comum tendem a assegurar maior proteção ao nível da lei dos direitos dos acionistas minoritários e dos credores, enquanto os países de Lei Civil Francesa proporcionam os níveis de proteção legal mais fracos. Os países de Lei Civil germânicos e escandinavos apresentam níveis de proteção intermédios. Todavia, os países de Lei Civil Germânica e escandinava são apresentados como os mais eficientes em termos de aplicação das leis (*law enforcement*), enquanto os países *civil law* francesa são apontados como os menos eficientes a este nível. Os países de Lei Socialista são os que possuem maiores níveis teóricos de proteção dos credores e dos acionistas, mas apresentam ausência de eficiência legal (isto é, não são capazes de assegurar a proteção de facto dos credores através da aplicação efetiva e célere da lei).

O principal objetivo da tese consiste, como referido, em esclarecer se as características dos países dos mutuários influenciam o *spread* de financiamentos sindicados. Nesse sentido, é investigada a influência das seguintes classificações dos países: o tipo de sistema financeiro (e seu nível de desenvolvimento), o tipo de sistema de governo e o tipo

de sistema legal. Todavia, além da origem histórica, é analisado o impacto das leis e regulamentos específicos e que podem resultar da escolha política de cada país ao nível da proteção legal dos investidores. Para este efeito são analisados indicadores de proteção individual para cada país: direitos de proteção legal dos credores, cumprimento eficiente dos contratos (*legal enforcement*) e proteção legal dos acionistas minoritários. Foram ainda estudados os impactos de características institucionais como sejam o ambiente de negócios, os aspetos culturais, o *governance* do país e o seu ambiente político. Atendendo à relevância das características específicas próprias dos mutuários, as análises efetuadas foram detalhadas em função do nível de risco atribuído pelas agências de notação de risco aos mutuários.

Os estudos empíricos realizados nesta tese tiveram por base uma amostra de 85.220 tranches de empréstimos, correspondentes a 50.658 empréstimos de 25.511 mutuários não financeiros originários de 122 países, para o período 2000-2012, que foram obtidos da base de dados Dealscan da Thomson.

5.2. Conclusões

O Capítulo 2 estuda o impacto do tipo de sistema financeiro, do nível de desenvolvimento financeiro e do tipo de sistema de *governance* no *spread* dos financiamentos sindicados. Os resultados encontrados apontam no sentido de que os mutuários de países com sistema financeiro baseado nos bancos obterem financiamentos com *spreads* mais baixos do que os mutuários de países com sistema financeiro baseado no mercado. Estes resultados parecem sustentar a ideia de que o sistema baseado nos bancos apresenta vantagens informacionais, que permitem aos intermediários financeiros minimizar os problemas de assimetria de informação. Os resultados são ainda consistentes com a ideia de que os credores são mais eficientes na monitorização dos mutuários de países do sistema financeiro baseado nos bancos, o que ajuda a limitar comportamentos discricionários da gestão.

Os resultados obtidos sustentam, também, a hipótese de que os mutuários de países com sistema financeiro mais desenvolvido suportam *spreads* mais baixos. Este efeito é

consistente com a ideia de que sistemas financeiros mais desenvolvidos resolvem melhor os problemas de agência e permitem a redução dos custos de transação, bem como apresentam maior disponibilidade de serviços financeiros, que por sua vez permitem o recurso a capital alheio com custos mais baixos.

O estudo analisa ainda os efeitos do tipo de sistema de *governance*, sendo que os resultados encontrados sugerem que os mutuários de países com um sistema de governo societário de tipo anglo-saxónico suportam *spreads* superiores aos mutuários de países com um sistema de governo do tipo continental. Também estes resultados são consistentes com a tese de que a maior proximidade e o relacionamento de longo prazo entre os credores e os mutuários nos países de governo continental minimizam os problemas de assimetria de informação e proporcionam uma monitorização mais eficiente pelos credores. Os resultados são ainda consistentes com a literatura que defende que os bancos, nos países com sistema de governo continental, obtêm vantagens informacionais através da posição acionista ou da nomeação pessoas da sua confiança para o órgão de governo do mutuário, e que tal se materializa em *spreads* mais baixo.

No terceiro capítulo analisam-se os efeitos da origem do sistema legal em adição ao tipo de sistema financeiro e ao nível de desenvolvimento financeiro do país do mutuário. Os resultados alcançados permitem confirmar as conclusões anteriores de que os *spreads* são mais baixos para os mutuários de países com sistema financeiro baseado nos bancos e para os mutuários de países com sistema financeiro mais desenvolvido. Todavia, nem sempre o tipo de sistema financeiro se mostra relevante para a determinação do *spread* nos financiamentos sindicados.

Neste estudo é também testada a hipótese de o tipo de sistema legal relevar para o *spread* dos financiamentos. Os resultados indicam que os mutuários de países de Lei Civil obtêm financiamentos com menores taxas de juro do que os mutuários de países de Lei Comum. Os mutuários dos antigos países socialistas são os que obtêm financiamentos com taxa de juro mais elevada, enquanto os mutuários de origem Lei Civil Germânica são os que suportam *spreads* mais baixos. Lendo estes resultados em função das conclusões de La Porta et al. (1997, 1998) conclui-se que nos países com menor proteção dos direitos dos credores (países de Lei Civil), os mutuários obtêm financiamentos mais baratos do que nos países com maior proteção ao nível da lei (países de Lei Comum). Estes resultados

também deixam perceber que os mutuários de países com melhor execução da lei (*law enforcement*) obtêm empréstimos com menores custos de financiamento, tal como verificaram Bae e Goyal (2009).

Atendendo que os países dos mutuários podem ser classificados nos três grupos de países estudados, é também testada a hipótese de os mutuários de países com vantagens informacionais suportarem menores *spreads*. Os resultados obtidos são consistentes com esta hipótese, pois os mutuários de países que simultaneamente se caracterizem por um sistema financeiro baseado nos bancos, governo do tipo continental e mais elevados indicadores de *law enforcement* obtêm *spreads* mais baixos do que os mutuários de países baseados em relacionamento de mercado, com governo do tipo anglo-saxónico e com sistema legal de Lei Comum e de Lei Socialista.

Apesar da importância atribuída à origem do sistema legal para a determinação do *spread,* dentro de cada um dos grupos existem diferenças na proteção dos investidores que resultam da escolha de políticas que podem evoluir ao longo do tempo. Assim, além do tipo de sistema legal, o Capítulo 4 estuda o impacto da proteção legal dos investidores ao nível dos direitos de proteção dos credores, do cumprimento dos contratos e dos direitos de proteção dos acionistas minoritários no país do mutuário. Os resultados sugerem que os mutuários de países com maior nível de proteção dos credores, melhor *enforcement* legal e maior proteção dos acionistas minoritários, suportam *spreads* mais baixos nos financiamentos sindicados. Estes resultados mostram-se concordantes com as conclusões de Lin et al. (2011). Deste modo, a proteção legal dos investidores parece ser valorizada positivamente pelos credores, pelo facto de percecionarem risco de crédito mais baixo em ambientes que serão mais confiáveis quanto ao reembolso do crédito. Estes resultados contribuem também para a literatura pelo testemunho que dão de que a simples consideração da origem legal dos países, como indicador de qualidade de proteção dos credores, pode levar a conclusões erradas. Na realidade, como naquele capítulo se referiu, a proteção legal dos credores e dos investidores materializa-se em leis específicas, que são suscetíveis de evoluir ao longo do tempo, e que não podem ser cristalizadas no facto histórico da sua origem legal, como se de um fatalismo se tratasse.

Os resultados deste estudo empírico revelam ainda que existem outras características institucionais que afetam o *spread* de taxa de juro dos financiamentos sindicados. Por um

lado, os resultados obtidos sugerem que o ambiente de negócios em que o mutuário se insere é relevante para a determinação do *spread*. Em particular, foi encontrada evidência de menores custos de financiamento nos mutuários de países com melhor qualidade de informação contabilística, provavelmente porque aí os problemas de assimetria de informação e problemas de agência são menores. Os resultados também sugerem que uma melhor qualidade da supervisão bancária parece contribuir para o controlo do risco assumido pelos credores, que se reflete no custo do financiamento. No entanto, nos países em que a regulamentação bancária apresenta mais restrições os mutuários suportam custos mais altos. Os resultados evidenciam ainda que os mutuários em países com mais predominância de falências suportam *spreads* mais elevados e que os mutuários de países com maior disponibilidade de informação de crédito suportam *spreads* mais baixos.

Num segundo ponto da análise do Capítulo 4 foi possível concluir que os efeitos do ambiente sociocultural em que o mutuário se enquadra também são relevantes para a análise do *spread*. Os resultados indicam que a diversidade religiosa e a diversidade étnica estão associadas a *spreads* mais altos, mas que a diversidade linguística não é relevante para os *spreads*. Deste modo, como a diversidade religiosa e étnica no país do mutuário pode indiciar a existência de maiores custos de monitorização e maior propensão a conflitos, os mutuários desses países são chamados a suportar *spreads* mais altos. Nos países com um ambiente sociocultural assente na maior distância ao poder, na valorização da assertividade e da recompensa com o sucesso, na aversão à incerteza, na manutenção da tradição e na gratificação regulada e controlada por normas rigorosas, os mutuários suportam *spreads* mais baixos, o que pode resultar da perceção de que em sociedades desta natureza é mais fácil impor o cumprimento dos contratos. Assim, os resultados sugerem uma proteção dos interesses dos credores mais efetiva em países mais hierarquizados, com maior aversão ao risco e mais repressivos, provavelmente porque aí é mais fácil (ou pelo menos é esperado que seja mais fácil) aplicar os contratos e a lei e fazer valer os direitos de crédito. Na dimensão cultural também se constatou que os mutuários de sociedades reconhecidas como tendo capacidades que permitam responder às adversidades, de sociedades em que os indivíduos se adaptam e aceitam o ambiente em que vivem (sem pretensões de alterar a atual situação do seu país) e de sociedades que valorizam a autoridade, a humildade e a riqueza suportam *spreads* mais baixos.

Adicionalmente, foram analisados os indicadores de *governance* do país do mutuário e foi possível constatar que os mutuários de países em que existe um ambiente político mais estável suportam *spreads* de taxa de juro mais baixos. De igual modo se viu que regimes mais do tipo ditatorial e com estruturas organizacionais mais simples estão predominantemente associados a *spreads* mais baixos. Acresce que os mutuários de países com maior facilidade no acesso a informação (ou seja, os que proporcionam maior transparência) suportam *spreads* mais baixos. Ao nível do ambiente político foi possível evidenciar que os mutuários de países com um sistema eleitoral proporcional e com maior nível de liberdade no processo eleitoral e de pluralismo político tendem a suportar *spreads* mais elevados. De salientar ainda que, apesar de os direitos políticos não estarem relacionados com o *spread*, o que pode estar relacionado com o efeito substituição dos direitos políticos com o ambiente legal do país, é evidenciado que os mutuários de países com maior instabilidade sociopolítica suportam *spreads* mais elevados, sinal da perceção de maior risco pelos credores.

Nesta tese é também testada a hipótese de os *spreads* estarem dependentes da inclusão de cláusulas de proteção nos contratos de empréstimos. Os resultados obtidos permitem concluir que os mutuários que oferecem maior nível de proteção são também chamados a suportar maiores *spreads*, o que pode indiciar que apenas os mutuários de maior risco de crédito estarão dispostos a contratualizar tais cláusulas. Esta conclusão parece indicar um efeito complementar e não sucedâneo entre a proteção e o *spread*.

O impacto das classificações por grupo de países é controlado por fatores de índole económico-financeira numa subamostra de mutuários que divulgam informação financeira. Os resultados obtidos confirmam as conclusões gerais anteriores, mas sugerem o predomínio do nível de desenvolvimento financeiro em detrimento do tipo de sistema financeiro, o que é consistente com a inferência de Levine (2002).

Ao longo deste documento é também analisada a relevância do nível de *rating* atribuído pelas agências de notação de risco aos empréstimos dos mutuários. Considerando que o *rating* de crédito do mutuário permite perceber o risco associado aos principais atributos e fatores específicos dos mutuários, a amostra de empréstimos sindicados foi dividida por três classificações de risco: *Investment Grade*, *Junk Grade* e *Sem Rating*. Apesar de as conclusões para o tipo de sistema financeiro, nível de desenvolvimento financeiro, tipo

de sistema de governo e tipo de sistema legal permanecerem, genericamente, consistentes com o evidenciado na amostra total, os resultados indicam que os mutuários *Junk Grade* de países com Lei Civil não obtêm *spreads* estatisticamente distintos entre si e que os mutuários com notação de risco de crédito atribuída de países com Lei Socialista e com Lei Comum são os que têm de suportar *spreads* mais elevados. No estudo dos fatores institucionais ficou patente que o ambiente de negócios e os fatores culturais, de governo e políticos são sobretudo relevantes para a determinação do *spread* exigido aos investidores sem notação de *rating*. Para os mutuários escrutinados pelas agências de *rating* a contribuição destas variáveis é marginal, o que indicia que os credores confiam nestas agências e, em geral, não consideram outros fatores institucionais na determinação do *spread*.

Em suma, os resultados obtidos são consistentes com Carey e Nini (2007), Giannetti e Laeven (2012) e Houston et al. (2012), que evidenciam que os financiamentos são mais baratos nos países europeus continentais, o que sugere que a localização do mutuário é um fator importante no processo de intermediação financeira. Na realidade, o estudo evidencia que as características do país do mutuário, designadamente no que respeita ao tipo de sistema financeiro, nível de desenvolvimento financeiro, o tipo de sistema de governo societário e o tipo de sistema legal, são relevantes na determinação dos custos de financiamento. Ao nível das leis e regulamentos os resultados sugerem que é relevante a análise dos indicadores individuais de proteção legal dos investidores.

5.3. Limitações e Investigação Futura

Os estudos empíricos desenvolvidos nesta tese apresentam algumas limitações que importa referir. Por um lado, a identificação do tipo de sistema legal refere-se ao país do mutuário e não ao tipo de sistema legal subjacente ao empréstimo, pois não se tem conhecimento sobre a lei que deve dirimir qualquer divergência ou problema entre mutuário e credor e que protege e atribuí direitos aos credores. Importa também reconhecer que muitos dos indicadores que caracterizam os países são reportados a um dado ano, pois não existem dados disponíveis ano a ano. No entanto, como se trata de características dos países que só se alteram a muito longo prazo esta é uma limitação

relativa. Terceiro, foram utilizadas informações financeiras para apenas uma parte dos empréstimos, o que está relacionado com dificuldades no acesso a dados financeiros de diversos mutuários (*vg*, empresas não cotadas). Tal situação pode limitar a análise e as conclusões relativas à aferição da importância das características financeiras dos mutuários nos *spreads* que lhes eram cobrados. Outra limitação está relacionada com a inexistência de informação sobre a estrutura acionista e sobre os órgãos de governo, que permita testar a hipótese de que os *spreads* mais baixos resultam de relações de "promiscuidade" dos bancos com os mutuários, quer seja através da participação na estrutura acionista dos mutuários, quer seja pela nomeação de membros do conselho de administração ou do conselho geral e de supervisão dos mutuários.

Em termos sugestão de estudos futuros parece importante analisar estas relações privilegiadas dos mutuários com os credores. Para a análise dos contratos de financiamento é ainda relevante perceber como outras condições que não preço, a definir no contrato de empréstimo (*vg*, maturidade, montante, colateral, *covenants*, …), podem ser determinadas pelas características institucionais dos países e pelos tipos de sistema em que os países dos mutuários se inserem. Atendendo ao período da amostra obtida e ao facto de se ter assistido a uma profunda crise financeira internacional, sugere-se o estudo do efeito da crise financeira em cada um dos tipos de sistema financeiro, de *governance* e legal e o seu impacto nos *spreads*, bem como importa perceber se os mutuários de diferentes sistemas obtêm financiamentos com *spreads* de taxa de juro semelhantes durante períodos de crise financeira. Adicionalmente, pode ser importante aferir se os tipos de sistema e as características institucionais do país do mutuário são determinantes do endividamento ou da estrutura de capital da empresa.

Apêndice: Descrição das Variáveis Utilizadas

Variável	Descrição
Variável Dependente	
Spread	Corresponde ao *All-in-spread drawn*, que é definido como o montante que o mutuário paga em pontos base acima da LIBOR ou equivalente da LIBOR. ***Fonte***: Dealscan.
Variáveis relativas ao Tipo de Sistema Financeiro	
Estrutura-Agregada	Variável que agrega indicadores da estrutura financeira do país, calculada conforme metodologia de Demirgüç-Kunt e Levine (2001), Beck e Levine (2002), Levine (2002) e Beck et al. (2009). Especificamente, trata-se do primeiro componente principal que resulta da análise em componentes principais dos indicadores Estrutura-Atividade, Estrutura-Dimensão e Estrutura-Eficiência. O indicador Estrutura-Atividade é o logaritmo do rácio entre (1) o valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais a dividir pelo PIB (numerador) e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado a dividir pelo PIB (denominador). O indicador Estrutura-Dimensão é o logaritmo do rácio entre (1) o valor da capitalização bolsista das ações nacionais admitidas à negociação nas bolsas nacionais a dividir pelo PIB (numerador) e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado a dividir pelo PIB (denominador). Finalmente, o indicador Estrutura-Eficiência é o produto do logaritmo entre (1) o valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais a dividir pelo PIB e (2) *overhead costs* ratio (isto é, os custos de funcionamento do sistema bancário a dividir pelos ativos totais do sistema bancário). São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Cálculos do autor.
Mercado	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se o país apresenta um valor para a variável Estrutura-Agregada acima da mediana (neste caso, o país é considerado como tendo um sistema financeiro baseado no mercado pela classificação Tipo III) e um valor 0 em caso contrário (neste caso, o país é considerado como tendo um sistema financeiro baseado nos bancos pela classificação Tipo III). São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Cálculos do autor.
Finanças-Agregada	Variável que agrega indicadores de desenvolvimento financeiro do país, calculada conforme metodologia de Beck e Levine (2002) e Levine (2002). Especificamente, trata-se do primeiro componente principal que resulta da análise em componentes principais dos indicadores Finanças-Atividade, Finanças-Dimensão e Finanças-Eficiência. O indicador Finanças-Atividade é o logaritmo do produto entre o (1) valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado. O indicador Finanças-Dimensão (do mercado de capitais e do mercado bancário) é o logaritmo do produto entre (1) o valor da capitalização bolsista das ações nacionais admitidas à negociação nas bolsas nacionais e (2) o valor do crédito bancário concedido ao sector privado. Finalmente, o indicador de Finanças-Eficiência do sector financeiro é o logaritmo valor total das transações de ações nacionais em bolsas nacionais a dividir pelos custos de funcionamento do sistema bancário. São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Cálculos do autor.
Desenvolvimento	Variável binária (*dummy*) que é igual a 1 para os países com um valor para a variável Finanças-Agregada acima da mediana e 0 nos demais casos. Os países são considerados mais desenvolvidos financeiramente quando o seu valor para o indicador Finanças-Agregada tem um valor acima da mediana. São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Cálculos do autor.

Variável	Descrição
Desenvolvimento Ortogonal	Variável relativa ao indicador do nível de desenvolvimento financeiro do país, medido pelos resíduos da ortogonalização da variável «Finanças-Agregada», que consiste no primeiro componente principal dos indicadores de desenvolvimento da atividade, dimensão e eficiência dos países. Valores mais elevados indicam maior nível de desenvolvimento financeiro. São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Cálculos do autor.
Variáveis relativas ao Tipo de Sistema de Governo Empresarial	
Anglo-Saxónico	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países com sistemas de governo societário (*corporate governance*) do tipo anglo-saxónico e 0 em caso contrário. Um país é considerado como tendo ou não um sistema de governo societário anglo-saxónico seguindo a classificação de Schmidt e Tyrell (1997) e Sapir (2006). ***Fonte***: Schmidt e Tyrell (1997); Sapir (2006).
Continental	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países com sistemas de governo societário (*corporate governance*) do tipo continental e 0 em caso contrário. Um país é considerado como tendo ou não um sistema de governo societário do tipo continental seguindo a classificação de Schmidt e Tyrell (1997) e Sapir (2006). ***Fonte***: Schmidt e Tyrell (1997); Sapir (2006).
Outros	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países que adotam outros sistemas de *corporate governance* que não o sistema anglo-saxónico ou o sistema continental e 0 em caso contrário (isto é, para os países que apresentam simultaneamente um valor 0 para as variáveis Anglo-Saxónico e Continental). ***Fonte***: Schmidt e Tyrell (1997); Sapir (2006).
Anglo-Saxónico USA	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se o mutuário de um país com sistema de governo societário (*corporate governance*) do tipo anglo-saxónico é dos Estados Unidos da América e 0 em caso contrário. Um país é considerado como tendo ou não um sistema de governo societário anglo-saxónico seguindo a classificação de Schmidt e Tyrell (1997) e Sapir (2006). ***Fonte***: Schmidt e Tyrell (1997); Sapir (2006).
Anglo-Saxónico sem USA	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países com sistemas de governo societário (*corporate governance*) do tipo anglo-saxónico que não os Estados Unidos da América e 0 em caso contrário. Um país é considerado como tendo ou não um sistema de governo societário anglo-saxónico seguindo a classificação de Schmidt e Tyrell (1997) e Sapir (2006). ***Fonte***: Schmidt e Tyrell (1997); Sapir (2006).
Variáveis relativas ao Tipo de Sistema Legal	
Lei Comum	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países considerados por La Porta et al. (1998), Djankov et al. (2007) ou Cumming et al. (2011) como dispondo de sistemas jurídicos do tipo Lei Comum (*Common Law*) e 0 em caso contrário. ***Fonte***: La Porta et al. (1998); Djankov et al. (2007); Cumming et al. (2011).
Lei Civil Francesa	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países com sistemas jurídicos do tipo Lei Civil cuja legislação comercial e financeira é baseada na Lei Francesa (*French Civil Law*) e 0 em caso contrário, de acordo com a classificação de La Porta et al. (1998), Djankov et al. (2007) ou Cumming et al. (2011). ***Fonte***: La Porta et al (1998); Djankov et al. (2007); Cumming et al. (2011).
Lei Civil Germânica	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países com sistemas jurídicos do tipo Lei Civil cuja legislação comercial e financeira é baseada na Lei Germânica (*German Civil Law*) e 0 em caso contrário, de acordo com a classificação de La Porta et al. (1998), Djankov et al. (2007) ou Cumming et al. (2011). ***Fonte***: La Porta et al (1998); Djankov et al. (2007); Cumming et al. (2011).
Lei Civil Escandinava	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países com sistemas jurídicos do tipo Lei Civil cuja legislação comercial e financeira é baseada na Lei Escandinava (*Scandinavian Civil Law*) e 0 em caso contrário de acordo com a classificação de La Porta et al. (1998), Djankov et al. (2007) ou Cumming et al. (2011). ***Fonte***: La Porta et al. (1998); Djankov et al. (2007); Cumming et al. (2011).

Variável	Descrição
Lei Socialista	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 para os países resultantes da antiga União Soviética e demais ex-países comunistas de leste (*Socialist Law*) e 0 em caso contrário de acordo com a classificação de Djankov et al. (2007) ou Cumming et al. (2011). ***Fonte***: Djankov et al. (2007); Cumming et al. (2011).
Variáveis que agrupam os tipos de países	
Países Grupo I	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se o país do mutuário simultaneamente pertence ao sistema financeiro orientado para os bancos, sistema de governo continental e sistema legal civil e 0 caso contrário. ***Fonte***: Cálculos do autor.
Países Grupo II	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se o país do mutuário simultaneamente pertence ao sistema financeiro orientado para o mercado, sistema de governo anglo-saxónico e sistema legal comum e 0 caso contrário. ***Fonte***: Cálculos do autor.
Variáveis relativas à Proteção Legal dos Credores	
Direitos dos Credores	Variável discreta, que varia entre zero e quatro, sendo atribuído o valor 1 sempre que a legislação do país conduzir a uma resposta afirmativa para cada uma as seguintes questões: (i) há restrições, tais como o consentimento dos credores, para que um devedor possa iniciar um processo de restruturação? (ii) os credores "seguros" podem apropriar-se das suas garantias após a reestruturação ser aprovada? (iii) os credores "seguros" recebem em primeiro lugar aquando da liquidação da empresa falida? (iv) o órgão de gestão perde a capacidade de administração da propriedade enquanto o processo de reestruturação é decidido? Valores mais elevados indicam maior proteção legal dos direitos dos credores. ***Fonte***: Djankov et al. (2007).
Execução da Lei	Indicador que permite perceber se as leis e regras dos países são cumpridas, que indica o grau de eficiência ou aplicação dessas leis, e é medida pelo número de anos necessários para o credor recuperar o seu crédito. Esta variável mede o período de tempo necessário desde o incumprimento da empresa até ao pagamento de uma parte ou de todo o crédito. Valores mais elevados indicam menor proteção do credor. ***Fonte***: Djankov et al. (2007).
Direitos dos Acionistas	Variável que corresponde ao *anti-self-dealing index* de Djankov et al. (2008b) e que representa a média padronizada das variáveis de controlo privado *ex ante* e de controlo privado *ex post* de *self-dealing*. O indicador de controlo privado *ex ante* de *self-dealing* é calculado como a média da aprovação por acionistas desinteressados e das divulgações *ex ante*: (1) aprovação por acionistas desinteressados; (2) divulgação pelo comprador; (3) divulgação pelo acionista com controlo que detém a maioria do capital, quer no comprador quer no vendedor; e (4) revisão independente. O *ex post* de *self-dealing* é um índice de controlo *ex post* sobre transações *self-dealing*, calculado como a média das divulgações em registos periódicos e da facilidade de provar transgressões: (1) cada um dos elementos no índice de divulgação em registos periódicos; (2) legitimidade para processar; (3) rescisão; (4) facilidade de responsabilizar o acionista controlador que detém a maioria do capital quer no comprador quer no vendedor; (5) facilidade de responsabilizar a entidade aprovadora; e (6) acesso a evidências. Os valores variam entre zero e um, sendo que valores mais elevados indicam maior proteção dos investidores contra *self-dealing* por acionistas controladores. ***Fonte***: Djankov et al. (2008b).
Variáveis relativas aos Fatores Institucionais	
Contabilidade	Indicador "*Accounting Standards*" de La Porta et al. (1998), que é um índice de classificação dos relatórios anuais das empresas com inclusão ou omissão de 90 itens. Estes itens enquadram-se em sete categorias (informações gerais, demonstrações de resultados, balanço, demonstração de fluxo de caixa, normas contabilísticas, dados sobre o mercado de capitais e itens especiais). Foram estudadas no mínimo três empresas em cada país, e foram considerados vários setores de atividade. Valores mais elevados indicam maior qualidade da informação contabilística. ***Fonte***: La Porta et al. (1998).
Auditoria	Indicador "*Audit*" de Bushman et al. (2004), que se refere à credibilidade das divulgações financeiras contabilísticas, definida como a parcela do valor total das

Variável	Descrição
	empresas auditadas pelas grandes empresas internacionais de auditoria, como indicador de qualidade da auditoria. A medida utilizada é igual a (1), (2), (3) ou (4) se a percentagem de grandes empresas internacionais de auditoria estiver entre (0 e 25%), (25% e 50%), (50% e 75%) ou (75% e 100%), respetivamente. Valores mais elevados sugerem auditoria de maior qualidade e maior credibilidade das divulgações das demonstrações financeiras. ***Fonte***: Bushman et al. (2004).
Reporte Transparente	Indicador relativo à força das normas de auditoria e de reporte financeiro dos países, medido pela resposta à questão 1.18. "No seu país, quão forte são os padrões de auditoria financeira e dos relatórios financeiros?" do *Global Competitiveness Report*. Valores mais elevados indicam normas mais forte e exigentes. São utilizados dados do Relatório do Banco Mundial relativos ao ano anterior ao empréstimo. ***Fonte***: World Economic Forum (2014).
Divulgação ao Mercado	Indicador "*Disreq*" de Hail e Leuz (2006), que mede o "nível de regulamentação da divulgação com base num índice de requisitos de divulgação em ofertas de valores mobiliários", conforme apresentado em La Porta et al. (2006). ***Fonte***: Hail e Leuz (2006).
Evasão Fiscal	Indicador "*Tax Evasion*" de Djankov et al. (2008b), que é um índice de avaliação da prevalência da evasão fiscal. Valores mais altos indicam maior evasão fiscal. ***Fonte***: Djankov et al. (2008b).
Supervisão Oficial	Indicador relativo ao poder oficial da supervisão, que é construído somando 1 a cada resposta afirmativa e 0 em caso de resposta negativa às seguintes questões: (1) A entidade de supervisão tem o direito de reunir com auditores externos para discutir assuntos relacionados com os bancos? (2) Os auditores são obrigados a comunicar diretamente à entidade supervisora atividades ilícitas, fraude ou abuso de posição insider? (3) Os supervisores podem tomar ação legal contra auditores externos por negligência? (4) A autoridade supervisora pode forçar um banco a alterar a sua estrutura organizacional interna? (5) Os elementos Fora-de-Balanço são divulgados aos supervisores? (6) A entidade supervisora pode obrigar os gestores ou o Conselho de Administração do banco a constituir provisões para cobrir perdas reais ou potenciais? (7) A entidade supervisora pode suspender a decisão dos gestores de distribuir (a) dividendos, (b) bónus, e (c) comissões de gestão? A entidade supervisora pode sobrepor-se aos direitos dos acionistas e declarar a insolvência de um banco? (9) A entidade supervisora pode suspender parte ou a totalidade dos direitos dos acionistas? (10) A entidade supervisora pode (a) sobrepor-se aos direitos dos acionistas, (b) remover e substituir a gestão, e (c) remover e substituir o Conselho de Administração? O índice varia entre 0 e 14 e valores mais elevados indicam maior poder da entidade reguladora para tomar decisões. ***Fonte***: Bank Regulation and Supervision do Banco Mundial.
Restrição de Capital	Índice relativo às restrições regulatórias do país sobre o capital do banco, que é construído com base nas respostas às seguintes questões: (1) O rácio de capital / ativo é ponderado pelo risco de acordo com as orientações de Basileia I? (2) O rácio de capital / ativo mínimo varia em função do risco de crédito individual do banco? (3) O rácio de capital / ativo mínimo varia em função do risco de mercado? (4) Antes da determinação da adequabilidade mínima do capital, quais dos seguintes elementos são deduzidos ao seu valor contabilístico? Valor de mercado de perdas em empréstimos não reconhecidas contabilisticamente? Perdas não realizadas em carteiras de ativos financeiros? Ou perdas cambiais não realizadas? (5) Que fração dos ganhos de reavaliação constitui capital? (6) As fontes de fundos a usar como capital são verificadas pelo regulador / supervisor? (7) O capital inicial e subsequentes aumentos de capital podem ser realizados com recurso a outros ativos que não dinheiro ou títulos do Tesouro? (8) O capital inicial pode ser realizado com recurso a empréstimo? O índice varia entre 0 e 10 e valores mais elevados indicam regulação de capital mais rigorosa. ***Fonte***: Bank Regulation and Supervision do Banco Mundial.
Restrição na Atividade	Índice relativo às restrições da atividade desenvolvida pelos bancos, que é construído com base na resposta a questões associadas à permissão de atividades com valores mobiliários, com seguros e com imobiliário: 1. Quais são as condições em que os bancos podem transacionar ativos financeiros?; (a) A totalidade deste tipo de

Variável	Descrição
	transações pode ser realizada diretamente pelos bancos; (b) A totalidade deste tipo de transações pode ser oferecida, mas algumas ou a totalidade têm que ser conduzidas em subsidiárias, ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe; (c) Apenas parte deste tipo de transações pode ser realizada pelos bancos, diretamente ou através de subsidiárias ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe; (d) Estas atividades não podem ser realizadas pelos bancos, nem diretamente, nem através de subsidiárias ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe. 2. Em que condições os bancos podem exercer a atividade seguradora?; (a) A totalidade desta atividade pode ser realizada diretamente pelos bancos; (b) A totalidade desta atividade pode ser oferecida, mas no todo ou em parte apenas em subsidiárias, ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe; (c) Apenas parte desta atividade pode ser realizada pelos bancos, diretamente ou através de subsidiárias ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe; (d) Esta atividade não pode ser realizada pelos bancos, nem diretamente, nem através de subsidiárias ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe. 3. Em que condições os bancos podem exercer atividades imobiliárias?; (a) A totalidade deste tipo de transações pode ser realizada diretamente pelos bancos; (b) A totalidade deste tipo de transações pode ser oferecida, mas algumas ou a totalidade têm que ser conduzidas em subsidiárias, ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe; (c) Apenas parte deste tipo de transações pode ser realizada pelos bancos, diretamente ou através de subsidiárias ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe; (d) Estas atividades não podem ser realizadas pelos bancos, nem diretamente, nem através de subsidiárias ou noutra parte de uma holding ou empresa-mãe. Para cada uma das três questões são atribuídos os seguintes valores: a = 1; b = 2; c = 3; e d = 4. Valores mais elevados indicam maiores restrições à atividade desenvolvida. ***Fonte***: Bank Regulation and Supervision do Banco Mundial.
Independência da Supervisão	Indicador relativo à independência da supervisão, que é construído como a soma da independência da autoridade de supervisão face ao poder político, que resulta da resposta às seguintes questões: (1) A quem respondem as entidades supervisoras? (a) ao Primeiro Ministro; (b) ao Ministro das Finanças ou outro membro do Governo; (c) a um órgão legislativo, tal como o Parlamento ou Congresso; (d) outro; (2) Como é nomeado o Presidente (e outros administradores) da entidade supervisora? (a) por decisão do Chefe de Estado ou de Governo (e.g. Presidente, Primeiro Ministro): (b) por decisão do Ministro das Finanças ou outro membro do Governo; (c) por maioria simples de um órgão legislativo (Parlamento ou Congresso); (d) por maioria absoluta de um órgão legislativo; (e) outro; (3) O Presidente da entidade supervisora pode ser removido: (a) por decisão do Chefe de Estado ou de Governo (e.g. Presidente, Primeiro Ministro); (b) por decisão do Ministro das Finanças ou outro membro do Governo; (c) por maioria simples de um órgão legislativo (Parlamento ou Congresso); (d) por maioria absoluta de um órgão legislativo; (e) outro; com a independência da autoridade de supervisão em relação aos bancos (que resulta da resposta à questão: Os supervisores são legalmente responsáveis pelas suas ações?). Valores mais elevados significam maior independência da autoridade de supervisão face à influencia política e interesses da banca. ***Fonte***: Bank Regulation and Supervision do Banco Mundial.
Entrada	Índice relativo às restrições à entrada no mercado bancário, que construído com base na informação relativa às exigências quanto ao licenciamento para exercer a atividade bancária: (1) Esboço dos estatutos; (2) Organigrama pretendido; (3) Projeções financeiras para os primeiros três anos; (4) Informação financeira sobre os principais potenciais acionistas; (5) Background / experiência dos futuros administradores; (6) Background / experiência dos futuros gestores; (7) Fontes dos fundos a ser usados para capitalizar o novo banco; e (8) Diferenciação de mercado pretendida para o novo banco. O índice varia entre 0 e 8 e valores mais elevados indicam maior rigor no licenciamento para exercer a atividade bancária. ***Fonte***: Bank Regulation and Supervision do Banco Mundial.
Supervisão Privada	Indicador que mede o grau de supervisão privada, que é construído com base na informação obtida nas seguintes questões: (1) se os administradores e diretores dos bancos são legalmente responsáveis pela precisão da informação divulgada ao público; (2) se os bancos são obrigados a publicar contas consolidadas; (3) se os bancos têm

Variável	Descrição
	que ser auditados por auditores internacionais certificados; (4) se 100 por cento dos 10 maiores bancos têm rating atribuído pelas agências de rating internacionais; (5) se os elementos Fora-de-Balanço são divulgados ao público; (6) se os bancos têm que divulgar os seus procedimentos de gestão de risco ao público; (7) se juros ou capital diferidos, ainda que não recebidos/pagos, são considerados na demonstração de resultados enquanto o empréstimo está em incumprimento; (8) se a dívida subordinada é considerada parte do capital; e (9) se não há qualquer sistema de seguro de depósitos explícito e se nenhuma indemnização foi paga a última vez que um banco abriu insolvência. O índice varia entre 0 e 12 e valores mais elevados indicam maior poder dos investidores privados na monitorização dos bancos. ***Fonte***: Bank Regulation and Supervision do Banco Mundial.
DFs Bancos	Indicador relativo à informação financeira exigida aos bancos, que é construído com base na resposta às seguintes questões: (1) Os bancos têm que preparar contas consolidadas com objetivos contabilísticos? (2) Os juros ou capital diferido e não pago em empréstimos são considerados na demonstração de resultados enquanto o empréstimo não está em incumprimento? (3) Os administradores dos bancos são legalmente responsáveis pela informação divulgada ao público se ela for errada ou induzir em erro? (4) Os juros ou capital diferido e não pago em empréstimos são considerados na demonstração de resultados enquanto o empréstimo está em incumprimento? Nas primeiras 3 questões na resposta positiva atribui-se o valor 1 e à resposta negativa atribui-se 0, enquanto na última questão à resposta positiva atribui-se 0 e à resposta negativa atribui-se o valor 1. Valores mais elevados indicam uma contabilidade bancária mais informativa. ***Fonte***: Bank Regulation and Supervision do Banco Mundial.
Falência	Percentagem de empresas em falência no país do mutuário. ***Fonte***: Claessens e Klapper (2005).
Tempo para Recuperar	Indicador que mede o período de tempo, em anos, necessário para os credores recuperarem o seu crédito. Para esta variável são utilizados os dados do país do mutuário no ano anterior à contratação do financiamento sindicado. ***Fonte***: World Bank Doing Business do Banco Mundial
Custo para Recuperar	Indicador que mede os custos dos procedimentos efetuados para o credor recuperar o seu crédito, calculado como uma percentagem do valor do devedor. Para esta variável são utilizados os dados do país do mutuário no ano anterior à contratação do financiamento sindicado. ***Fonte***: World Bank Doing Business do Banco Mundial.
Resultado da Recuperação	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se existir continuidade da empresa, e 0 caso contrário. Para esta variável são utilizados os dados do país do mutuário no ano anterior à contratação do financiamento sindicado. ***Fonte***: World Bank Doing Business do Banco Mundial.
Taxa de Recuperação	Indicador que mede os cêntimos de dólar recuperados pelos credores garantidos através dos procedimentos de reorganização, liquidação ou execução da dívida (encerramento ou falência). Para esta variável são utilizados os dados do país do mutuário no ano anterior à contratação do financiamento sindicado. ***Fonte***: World Bank Doing Business do Banco Mundial.
Conteúdo Informativo	Índice que mede o conteúdo informativo da informação de crédito disponível para ser consultada pelos credores. Valores mais elevados indicam a disponibilidade de mais informação de crédito, seja de fontes públicas ou privadas, para facilitar as decisões de empréstimo. Para esta variável são utilizados os dados do país do mutuário no ano anterior à contratação do financiamento sindicado. ***Fonte***: World Bank Doing Business do Banco Mundial.
Doing Business	Variável relativa à regulação dos negócios que afeta as empresas do setor privado, a qual respeita à facilidade de fazer negócios associada ao ambiente regulador que os governos legislam. A variável considera 10 áreas de regulação: iniciar um negócio, lidar com licenças de construção, obter eletricidade, registo de propriedade dos imóveis, obter crédito, proteger os investidores, pagar impostos, negociar através das fronteiras, fazer cumprir contratos e resolução da insolvência. São utilizados os dados do país relativos ao ano anterior ao empréstimo. Valores mais elevados neste ranking

Variável	Descrição
	(menores valores) sugere melhor regulação para os negócios, em que existe maior facilidade de fazer negócios. ***Fonte***: Doing Business, Banco Mundial.
Risco Global	Variável relativa aos riscos globais que geram maior preocupação para a facilidade de fazer negócios. A preocupação com os riscos globais é definida como a possibilidade de ocorrência de algum evento ou conjunto de fatores que podem afetar negativamente, de forma significativa, um conjunto de países ou industrias nos próximos 10 anos (World Economic Forum, 2017). A variável é construída como a média dos riscos identificados como podendo gerar preocupação: Riscos económicos (riscos: bolhas de ativos em grandes economias; deflação numa grande economia; falência de um grande mecanismo ou instituição financeiros; falência ou falha em infraestruturas críticas; crises fiscais em economias chave; desemprego ou subemprego estrutural elevado; comércio ilegal (e.g. fluxos financeiros ilegais, evasão fiscal, tráfico humano, crime organizado, etc.); choque severo nos preços da energia (aumento ou diminuição); inflação ingerível; Riscos ambientais (riscos: eventos climáticos extremos (e.g. inundações, tempestades, etc.); falha na mitigação ou adaptação aos efeitos das alterações climáticas; importante perda de biodiversidade e colapso de ecossistemas (terrestres ou marinhos); grandes desastres naturais (e.g. terramotos, tsunamis, erupções vulcânicas, tempestades geomagnéticas); desastres ou danos ambientais causados pelo homem (e.g. derrames petrolíferos, contaminação radioativa, etc.); Riscos geopolíticos (riscos: falência na governação nacional (e.g. incapacidade de manter a lei, corrupção, impasse político, etc.); falência na governação regional ou global; conflitos internacionais com consequências regionais; ataques terroristas de larga escala; colapso ou crises de Estados (e.g. conflito civil, golpe militar, Estados falhados, etc.); Riscos societais (riscos: falhas no planeamento urbanístico; crises alimentares; migração involuntária de larga escala; instabilidade social profunda; contágio rápido e maciço de doenças infeciosas; crises de água; Riscos tecnológicos (riscos: consequências adversas dos avanços tecnológicos; colapso de infraestruturas e redes de informação críticas; ciber-ataques de larga escala; incidentes maciços de fraude/roubo de dados. Valores mais elevados significam uma maior percentagem de respondentes que consideram os riscos globais de maior preocupação para a realização de negócios. ***Fonte***: World Economic Forum (2017).
Gestão do Risco	Variável relativa à gestão dos riscos no país do mutuário. A variável refere-se à resposta à seguinte questão: "Como é que avaliaria a eficácia da gestão de riscos do seu governo nacional quanto à monitorização, preparação, resposta e mitigação dos principais riscos globais (por exemplo, crise financeira, desastres naturais, mudanças climáticas, pandemias, etc.)?". São utilizados dados com base no *survey* levado a cabo em setembro de 2012. Valores mais elevados significam uma gestão mais efetiva dos principais de riscos globais. ***Fonte***: World Economic Forum (2013).
Diversidade Linguística	Indicador para o grau de concentração de pessoas no país que fala a língua materna, que é calculado como 1 menos o índice de Herfindahl. Valores mais elevados significam maior diversidade linguística. ***Fonte***: Alesina et al. (2003).
Diversidade Religiosa	Indicador para o grau de concentração religiosa do país, que é calculado como 1 menos o índice de Herfindahl. Valores mais elevados significam maior diversidade religiosa. ***Fonte***: Alesina et al. (2003).
Diversidade Étnica	Indicador relativo ao valor médio de cinco diferentes índices de concentração etnolinguística. Valores mais elevados significam maior diversidade étnica. ***Fonte***: Alesina et al. (2003).
Cultura	Indicador relativo à cultura do país do mutuário, que é construído como a soma de crenças positivas (confiança, respeito e controlo) e a subtração de uma crença negativa (obediência). A confiança é medida como a percentagem de respondentes que afirmam que "a maioria das pessoas é confiável". O respeito é medido como a percentagem de respondentes que mencionam que a qualidade "tolerância e respeito para os outros" é importante. O controlo é medido como a resposta média incondicional (multiplicado por 10) à questão pedindo para indicar quanto da liberdade de escolha e de controlo na sua vida se tem no decorrer da vida (multiplicada por 10). A obediência é a percentagem de respondentes que mencionam a obediência como sendo importante. O indicador utilizado é construído através da análise de componentes principais para

Variável	Descrição
	extrair a variação comum para todos os componentes. O indicador está normalizado entre 0 e 10. Valores mais elevados significam a existência de normas informais mais fortes que apoiam o crescimento económico. São utilizados dados de European and World Values Surveys, 1981–2007. ***Fonte***: Williamson e Mathers (2011).
Felicidade	Indicador relativo à felicidade dos cidadãos no país do mutuário, o qual permite medir o nível de bem-estar da população, bem como conhecer a sua qualidade de vida. São utilizados dados relativos ao período 2013-2015. Valores mais elevados sugerem maiores níveis de felicidade da população. ***Fonte***: Helliwell et al. (2016).
Distância ao Poder	Variável que permite perceber o grau de desigualdade do poder numa hierarquia sentido pelos membros menos poderosos. Valores mais elevados indicam maior distância ao poder. ***Fonte***: Hofstede et al. (2010).
Individualismo versus Coletivismo	Variável que permite perceber os países em que os indivíduos apenas estão preocupados consigo próprio e com os seus familiares mais próximos. Maiores valores indicam maior individualismo. ***Fonte***: Hofstede et al. (2010).
Masculinidade versus Feminilidade	Variável que permite perceber se as sociedades valorizam a assertividade, a competitividade, heroísmo e a recompensa com o sucesso (países "masculinos") ou se valorizam a ternura, o carinho, a cooperação e a qualidade de vida (países "femininos"). Valores mais elevados indicam maior masculinidade. ***Fonte***: Hofstede et al. (2010).
Evitar a Incerteza	Variável que permite perceber se os membros de uma determinada sociedade se sentem inconfortáveis com a incerteza e a ambiguidade. Maiores valores indicam maior aversão à incerteza. ***Fonte***: Hofstede et al. (2010).
Orientação de Longo Prazo	Variável que permite perceber se as sociedades valorizam o desenvolvimento de esforços com objetivo de preparar o futuro (perspetiva de longo prazo) ou se valorizam mais a manutenção da tradição passada e qualquer alteração na sociedade é encarada com desconfiança (perspetiva de curto prazo). Maiores valores indicam orientação para o futuro. ***Fonte***: Hofstede et al. (2010).
Indulgência versus Repressão	Variável que permite perceber se as sociedades valorizam mais a gratuitidade relacionada com o aproveitar a vida e o divertimento (Indulgência) ou se valorizam mais a satisfação das necessidades através de normas sociais rigorosas (Repressão). Maiores valores indicam orientação para a indulgência. ***Fonte***: Hofstede et al. (2010).
Harmonia	Variável relativa à dimensão cultural "Harmonia" de Schwartz. Valores mais elevados indicam que os valores culturais mais valorizados pelas sociedades são a paz no mundo, a unidade com a natureza, a proteção do meio ambiente e a aceitação da outra parte. ***Fonte***: Schwartz (2008b).
Envolvimento	Variável relativa à dimensão cultural "Envolvimento" de Schwartz. Valores mais elevados indicam que os valores culturais mais valorizados pelas sociedades são a ordem social, o respeito pela tradição, a segurança e a obediência. ***Fonte***: Schwartz (2008b).
Hierarquia	Variável relativa à dimensão cultural "Hierarquia" de Schwartz. Valores mais elevados indicam que os valores culturais mais valorizados pelas sociedades são o poder social, a autoridade, a humildade e a riqueza. ***Fonte***: Schwartz (2008b).
Domínio	Variável relativa à dimensão cultural "Domínio" de Schwartz. Valores mais elevados indicam que os valores culturais mais valorizados pelas sociedades são a ambição, o sucesso, a ousadia, a autossuficiência e a competência. ***Fonte***: Schwartz (2008b).
Autonomia Afetiva	Variável relativa à dimensão cultural "Autonomia Afetiva" de Schwartz. Valores mais elevados indicam que os valores culturais mais valorizados pelas sociedades são o prazer, a vida excitante e a vida variada. ***Fonte***: Schwartz (2008b).
Autonomia Intelectual	Variável relativa à dimensão cultural "Autonomia Intelectual" de Schwartz. Valores mais elevados indicam que os valores culturais mais valorizados pelas sociedades são a curiosidade, a criatividade e a mentalidade aberta. ***Fonte***: Schwartz (2008b).
Egualitarismo	Variável relativa à dimensão cultural "Egualitarismo" de Schwartz. Valores mais elevados indicam que os valores culturais mais valorizados pelas sociedades são a igualdade, a justiça social, a responsabilidade, a ajuda e a honestidade. ***Fonte***: Schwartz (2008b).

Variável	Descrição
Valores Tradicionais	Indicador para os valores tradicionais, que é medido pela concordância com os seguintes fatores: Deus é muito importante na vida do respondente; é mais importante que uma criança aprenda obediência e fé religiosa do que independência e determinação; índice de autonomia; o aborto nunca é justificável; o respondente tem um forte sentido de orgulho nacional; o respondente valoriza o respeito pela autoridade. Em alternativa, os valores seculares-racionais são medidos pela posição oposta nos fatores acima (Inglehart e Baker, 2000). São usados a médias dos valores obtidos em 5 surveys, relativos aos anos de 1981, 1990, 1995, 2000 e 2006. Valores mais elevados significam que se está perante uma sociedade mais orientada para os valores tradicionais, enquanto valores mais baixos significa que se está perante uma sociedade mais orientada para valores seculares-racionais. ***Fonte***: World Value Survey (WVS).
Valores de Sobrevivência	Indicador para os valores de sobrevivência (survival), que é medido pela concordância dos seguintes fatores: o respondente dá prioridade à segurança económica e física em relação à autoexpressão e qualidade de vida (Índice de Valores Materialista/Pós-Materialista com quatro itens); o respondente descreve-se como não muito feliz; a homossexualidade. Em alternativa, os valores de autoexpressão são medidos pela posição oposta nos fatores acima (Inglehart e Baker, 2000). Valores mais elevados significam que se está perante uma sociedade mais orientada para os valores de sobrevivência, enquanto valores mais baixos significa que se está perante uma sociedade mais orientada para valores de autoexpressão. ***Fonte***: World Value Survey (WVS).
Língua XX	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a principal língua do país de origem do mutuário, falada pela maioria da população, é XX e 0 em caso contrário. São considerados 8 línguas faladas pelos mutuários: Chinesa; Holandesa; Francesa; Alemã; Japonesa; Espanhola; Outras línguas. ***Fonte***: Stulz e Williamson (2003) e Cia The World Factbook.
Religião XX	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a principal religião do país de origem do mutuário, praticada pela maioria da população, é XX e 0 em caso contrário. São considerados 5 tipos de principais religiões: Protestante, Católica, Budista, Muçulmana e Outras religiões. ***Fonte***: Stulz e Williamson (2003) e Cia The World Factbook.
***Governance* Estabilidade Política**	Indicador que mede a perceção da probabilidade de que o governo seja desestabilizado ou derrubado por meios inconstitucionais ou violentos, incluindo a violência política e o terrorismo. Valores elevados significam ambiente político mais estável. ***Fonte***: Kaufmann et al. (2009); Worldwide Governance Indicators.
***Governance* Eficácia do Governo**	Indicador que mede a qualidade dos serviços públicos, a qualidade do serviço civil e do seu grau de independência das pressões políticas, a qualidade da formulação e implementação de políticas e a credibilidade do comprometimento do governo a tais políticas. Valores elevados significam maior qualidade do serviço público e civil. ***Fonte***: Kaufmann et al. (2009); Worldwide Governance Indicators.
***Governance* Qualidade dos Regulamentos**	Indicador que mede a capacidade dos governos para formularem e implementarem políticas e regulação sã que permitam e promovam a concorrência no mercado e o desenvolvimento do setor privado. Valores elevados significam maior qualidade da regulação. ***Fonte***: Kaufmann et al. (2009); Worldwide Governance Indicators.
***Governance* Cumprimento das Regras**	Indicador que mede a extensão com que os agentes têm confiança e respeitam as regras da sociedade, nomeadamente a qualidade de execução dos contratos, a polícia e os tribunais, bem como a probabilidade de ocorrência de crime e violência. Valores elevados indicam que a lei e a ordem são mais fortes. ***Fonte***: Kaufmann et al. (2009); Worldwide Governance Indicators.
***Governance* Participação**	Indicador relativo à participação e responsabilização dos cidadãos que mede a extensão com que os cidadãos dos países são capazes de participar na seleção do seu governo, bem como a liberdade de expressão, a liberdade de associação e a liberdade dos meios de comunicação social. Valores elevados significam maiores direitos políticos. ***Fonte***: Kaufmann et al. (2009); Worldwide Governance Indicators.

Variável	Descrição
***Governance* Controlo da Corrupção**	Indicador que mede a extensão com que o poder político é exercido para obtenção de ganhos privados, incluindo grandes e insignificantes formas de corrupção, assim como a "captura" do estado pelas elites e pelos interesses privados. Valores elevados indicam melhor controlo da corrupção. ***Fonte***: Kaufmann et al. (2009); Worldwide Governance Indicators.
Circulação de Jornais	Indicador relativa ao número de jornais por 1000 habitantes, que é calculada como a média do período 1997-2006. ***Fonte***: Djankov, et al. (2008b).
Representação Proporcional	Indicador igual a 3 se 100 por cento dos lugares é designado seguindo a regra de proporcionalidade, 2 se a maioria dos lugares são designados por essa regra, 1 se a minoria dos lugares são designados proporcionalmente e 0 se nenhum lugar é designado dessa forma. São usadas todas as observações disponíveis para o período entre 1975 e 2000. ***Fonte***: Djankov et al. (2008b).
Índice de Democracia	Índice de democracia no país do mutuário que se centra em 5 categorias: o processo eleitoral e pluralismo, as liberdades civis, o funcionamento do governo, participação política e cultura política. São utilizados dados para o ano anterior ao empréstimo, desde 2006. Valores variam entre 0 e 10. Valores mais elevados sugerem um maior nível de democracia e valores mais baixos sugere uma tendência para regimes autoritários. ***Fonte***: The Economist, Economist Intelligence Unit Democracy Index.
***Ranking* Político**	Indicador do nível de democracia no país do mutuário. São utilizados dados para o ano anterior ao empréstimo. Valores variam entre -10 e +10. Valores mais elevados indicam maior nível de democracia e valores mais baixos sugere uma tendência para a autocracia. ***Fonte***: Polity data series, versão Polity IV.
Direitos Políticos	Índice de direitos políticos em que classificações mais elevadas incidem em países que se aproximam mais dos ideais sugeridos por questões relacionadas com: há eleições livres e justas; aqueles que são eleitos, exercem o poder; há partidos concorrentes ou outros agrupamentos políticos concorrentes; a oposição tem um papel importante e poder efetivo; e grupos minoritários têm autogovernação razoável ou podem participar no governo através de consensos formais. As questões da check list são agrupadas em três subcategorias: processo eleitoral (três questões), pluralismo político (quatro questões), e funcionamento do governo (três questões). Para cada questão são atribuídos zero a quatro pontos, em que zero indica o mais baixo grau e quatro o mais alto grau de direitos. Estas classificações são, posteriormente, combinadas para formar o índice de direitos políticos. O índice varia com o tempo e varia entre um (fracos direitos políticos) a sete (fortes direitos políticos) e é construído para todos os anos entre 1980 e 2006. ***Fonte***: Qi et al. (2010)
Instabilidade Sociopolítica	Índice que mede a instabilidade sociopolítica de um país e é construído com o método de Alesina e Perotti (1996) utilizando a análise de componentes principais das variáveis: assassinatos (número de homicídios ou tentativas de homicídio de membros do governo ou políticos com motivações políticas); revoluções (qualquer alteração ilegal ou forçada da elite governamental de topo, qualquer tentativa de efetuar essa alteração ou qualquer revolução armada bem ou mal sucedida cujo objetivo seja independência do governo central); purgas (qualquer eliminação sistemática através de prisão ou execução da oposição política entre os membros do regime ou da oposição). O índice é construído para cada um dos anos entre 1980 e 2003; termina em 2003 uma vez que algumas variáveis só estão disponíveis até esse ano. O índice varia com o tempo e valores mais altos indicam um maior grau de instabilidade sociopolítica. ***Fonte***: Qi et al. (2010)
Transparência Económica/Institucional	Índice relativo à transparência económica/institutional do país do mutuário. Valores mais elevados indicam maior transparência económica, contabilística e orçamental. ***Fonte***: Bellver e Kaufmann (2005).
Transparência Política	Índice relativo à transparência política do país do mutuário. Valores mais elevados indicam maior transparência do financiamento político, abertura do sistema político e liberdade de imprensa para monitorar o desempenho do governo e expressar a voz das pessoas. ***Fonte***: Bellver e Kaufmann (2005).
Liberdade de Imprensa	Índice de Liberdade da imprensa em que valores mais elevados significam maior liberdade da imprensa escrita e difundida por rádio ou televisão do país. O índice varia

Variável	Descrição
	com o tempo e varia entre zero (não existência de liberdade) a dez (existência de liberdade) e é contruído para cada ano entre 1980 e 2006, tendo por base os dados da Freedom House. ***Fonte***: Qi et al. (2010).
Liberdade Digital (Internet)	Indicador que mede o nível de internet de cada país e a liberdade dos media digitais. Este índice também permite medir o acesso e a abertura de outros meios digitais de transmissão de informação, nomeadamente de chamadas telefónicas e de serviço de mensagem de texto. Para a construção deste indicador são efetuadas questões em três categorias: obstáculos ao acesso; limites no conteúdo; violação no direito de uso. São utilizados dados para o único ano disponível, o ano de 2017. ***Fonte***: Freedom House.
Liberdade Política	Índice de direitos políticos e liberdades civis, que são escalados de 1 (maior liberdade) a 7 (menos liberdade). Os direitos políticos são considerados em oito áreas: (1) se o chefe de estado ou de governo é eleito através de eleições livres e justas; (2) se os representantes legislativos são eleitos através de eleições livres e justas; (3) Se há leis eleitorais livres, oportunidades de campanha iguais, sondagens justas e contagem dos votos honesta; (4) se os eleitores podem atribuir poder a representantes livremente eleitos; (5) se as pessoas têm o direito de organizar diferentes partidos políticos; (6) se existe uma votação significativa na oposição; (7) se as pessoas são livres do domínio de regimes militares, regimes totalitários, etc.; e (8) qual o nível de autogoverno e autonomia de grupos culturais, étnicos, religiosos e militares. As liberdades civis são avaliadas em quarto categorias: (1) liberdade de expressão e crenças; (2) direitos de associação e organização; (3) domínio da lei e direitos humanos; e (4) autonomia pessoal e direitos económicos. ***Fonte***: Freedom House.
Variáveis de controlo do Modelo Base	
Rating"XXYYYY"	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a notação de risco da tranche é XXYYYY e 0 em caso contrário. No caso de ter sido atribuída notação de *rating* por mais do que uma agência considerou-se a notação mais baixa. Foram considerados 14 níveis de notação de risco, cuja hierarquia é identificada pelos dois primeiros dígitos XX, que por isso variam entre 01 (mais elevada notação de *rating*) e 14 (que corresponde à mais baixa notação de *rating*). Os dígitos YYYY variam entre AAA (correspondente à notação mais elevada das três agências de *rating*, AAA do S&P, Aaa da Moody's e AAA da Fitch), que corresponde ao nível hierárquico 01, e LTB3 (Less Than B3) que corresponde ao mais baixo nível de risco de cada uma das agências de *rating* (inferior a B- do S&P, B3 da Moody's e B- da Fitch) e a que corresponde o nível hierárquico 14. As notações de rating atribuídas pelas agências de notação de risco foram agrupadas. Por exemplo, as notações "AA-", "AA", "AA+" e "AAA" corresponde a classificação «01AA», à notação "A+" corresponde a classificação «02A1» e à notação "A" corresponde a classificação «03A2». ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
No Rating	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche não foi objeto de notação de risco por nenhuma das agências de *rating* (S&P, Moody's e Fitch) e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Investment Grade	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche beneficia de notação de *rating* igual a BBB ou superior (correspondente à notação mais baixa das três agências de *rating*) e 0 em caso contrário. Isto é, a variável *Investment Grade* assume o valor 1 se a hierarquia da notação de *rating* usada na construção das variáveis RATINGXXYYYY (identificada pelos dois primeiros dígitos XX) está compreendida entre 01 e 07, inclusive, e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Junk Grade	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche beneficia de notação de *rating* inferior a BBB (correspondente à notação mais baixa das três agências de *rating*) e 0 em caso contrário. Isto é, a variável *Junk Grade* assume o valor 1 se a hierarquia da notação de *rating* usada na construção das variáveis RATINGXXYYYY (identificada pelos dois primeiros dígitos XX) está compreendida entre 08 e 14, inclusive, e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.

Variável	Descrição
Ano 20XX	Ano 20XX é uma variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche tiver sido emitida no ano 20XX e o valor zero caso contrário. Os anos para que foram construídas estas variáveis são 2000 a 2012, inclusive. ***Fonte***: Dealscan.
Montante	Logaritmo do montante de cada tranche do empréstimo expresso em dólares. ***Fonte***: Dealscan.
Maturidade	Prazo (maturidade) da tranche medido em meses. ***Fonte***: Dealscan.
Sponsors	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a tranche beneficia do apoio de um *sponsor* e 0 em caso contrário. A tranche é considerada como tendo o apoio de um *sponsor* quando uma entidade de financiamento (normalmente investidor de *private equity*) com uma participação no capital do mutuário, controla, pelo menos, 20% do capital do mutuário e, portanto, é considerado capaz de influenciar a gestão ou operações da empresa. ***Fonte***: Dealscan.
Moeda País	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se a moeda do empréstimo é a moeda do país do mutuário e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Número Membros do Sindicato	Número total de credores membros do sindicato bancário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Líderes do país	Número de líderes do sindicato pertencentes ao país do mutuário a dividir pelo número total de líderes do sindicato. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Bancos do País	Número de membros do sindicato pertencentes ao país do mutuário a dividir pelo número total de membros do sindicato. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Número de Tranches	Número de tranches em cada programa de financiamento ao mutuário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Empréstimos Anteriores	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se o mutuário tem pelo menos um relacionamento de empréstimo anterior com o(s) credor(es) durante o período temporal de três anos precedentes à data de ativação do empréstimo atual. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Libor	Variável binária (*dummy*) que toma o valor 1 se o indexante da tranche é a Libor e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan.
Tipo "XX"	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche é do tipo XX e 0 em caso contrário. São considerados 7 tipos de tranches: *364 day facility*, *bridge*, *revolver line*, *term loan A*, *term loan B-C-D*, *outros term loan* e outros tipos. ***Fonte***: Dealscan.
Objetivo "XX"	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche é tem como objetivo XX e 0 em caso contrário. São considerados 12 objetivos para as tranches: linha de aquisição, investimento, propósitos empresariais, *CP Backup*, reembolso de dívida, LBO, *project finance*, *takeover*, imobiliária, *working capital*, aeronáutica e outros objetivos. ***Fonte***: Dealscan.
Segmento "XX"	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se o segmento da tranche tem como mercado XX e 0 em caso contrário. São considerados 8 segmentos de mercado para as tranches: *investment grade*, *non investment grade*, *high leverage*, *leveraged*, *institutional*, *asset based*, fusões & aquisições e outros segmentos. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Comissões	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche inclui as comissões no preço do *spread* disponibilizado pela base de dados e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan.
Governo Proprietário	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche é concedida a mutuário que é integralmente propriedade do governo e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan.
Setor	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se o mutuário pertence ao setor de atividade XX e 0 em caso contrário. Os mutuários são classificados em 28 setores de atividade. ***Fonte***: Dealscan.
PIB	Logaritmo do Produto Interno Bruto (PIB) do país do mutuário, expresso em dólares. São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: World Development Indicators, Banco Mundial.
***Rating* País**	Notação de *rating* do país do mutuário atribuída pelas agências S&P, Moody's e Fitch, na data anterior mais próxima à data de ativação do empréstimo atual. A variável varia entre 0 e 24, correspondentes aos 24 níveis de notação de risco, sendo que valores mais

Variável	Descrição
	elevados significam um melhor nível de *rating* (e menor risco). São utilizados dados relativos ao ano anterior ao empréstimo sindicado. ***Fonte***: *Rating agencies*.
Variáveis relativas a Cláusulas de Proteção Acordadas no Contrato de Empréstimo	
Colateral	Variável binária (*dummy*) que assume o valor 1 se a tranche é garantida por colateral e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan.
Covenant	Variável binária (*dummy*), que assume o valor 1 se o mutuário fica sujeito a algum tipo de restrição ou obrigação de conduta (Cláusula restritiva) e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan.
Fiador	Variável binária (*dummy*), que assume o valor 1 se a tranche beneficia de algum tipo de garantia dada por um terceiro (*guarantor*) e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan.
Senioridade	Variável binária (*dummy*), que assume o valor 1 se o crédito é sénior (isto é, não é contratada qualquer tipo de subordinação) e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan.
Proteção	Variável que representa o nível de proteção dos credores e é definida como um índice que resulta da soma de quatro variáveis: «Colateral»; «Covenant»; «Fiador»; «Senioridade». Um valor mais elevado representa um maior nível de proteção dos credores. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Concentração dos Empréstimos	Variável relativa à divisão do montante do empréstimo contratado pelo montante total dos empréstimos de cada mutuário na amostra. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Reputable Arranger	Indicador que assume o valor 1 se o empréstimo é sindicado por um dos seis principais bancos organizadores do sindicato (*arranger*) – determinado com base na quota de mercado média do *arranger* no mercado de empréstimos primários, sendo que no caso de múltiplos *arrangers* se considera a maior quota de mercado entre os bancos envolvidos na transação – e 0 em caso contrário. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Número de *Covenants*	Número de cláusulas restritivas (*covenants*) contratualizadas no empréstimo sindicado. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Empréstimo Sindicado	Indicador que assume o valor 1 se o empréstimo é sindicado com múltiplos credores e 0 caso contrário. ***Fonte***: Dealscan.
Fiador-Indústria	Indicador que representa a percentagem média dos empréstimos da indústria em períodos anteriores que apresentam fiador nesses empréstimos. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Sénior-Indústria	Indicador que representa a percentagem média dos empréstimos da indústria em períodos anteriores que apresentam senioridade nesses empréstimos. ***Fonte***: Dealscan. Cálculos do autor.
Variáveis relativas às Características Financeiras do Mutuário	
Log(Vendas)	Logaritmo das vendas da empresa, no ano anterior ao do empréstimo, em milhões de euros. ***Fonte***: Dealscan.
Endividamento	Rácio de dívida (passivo total) sobre o ativo total. ***Fonte***: Datastream.
Tangibilidade	Rácio do ativo fixo tangível sobre o ativo total. ***Fonte***: Datastream.
Market-to-book	Rácio da capitalização bolsista sobre o capital próprio. ***Fonte***: Datastream.
Lucratividade	Rentabilidade operacional do ativo. ***Fonte***: Datastream.

Referências Bibliográficas:

Acharya, V., Y. Amihud e L. Litov (2011), "Creditor Rights and Corporate Risk-Taking", *Journal of Financial Economics*, Vol. 102, Nº 1, pp. 150-166.

Alesina, A., A. Devleeschauwer, W. Easterly, S. Kurlat e R. Wacziarg (2003), "Fractionalization", *Journal of Economic Growth*, Vol. 8, Nº 2, pp. 155-194.

Alesina, A. e R. Perotti (1996) "Income Distribution, Political Instability, and Investment", *European Economic Review*, Vol. 40, Nº 6, 1203–1228.

Allen, F. e D. Gale (1999), "Diversity of Opinion and Financing of New Technologies", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8, Nº 1-2, pp. 68-89.

Allen, L. e S. Peristiani (2007), "Loan Underpricing and the Provision of Merger Advisory Services", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, Nº 12, pp. 3539-3562.

Alves, C. (2005), *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, Coimbra: Livraria Almedina.

Alves, P. e M. Ferreira (2011), "Capital Structure and Law around the World", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 21, Nº 3, pp. 119-150.

Amon, N. e G. Dorfleitner (2013), "The Influence of the Financial Crisis on Mezzanine Financing of European Medium-Sized Businesses – an Empirical Study", *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, Vol. 26, Nº 2, pp. 169-181.

Antoniou, A., Y. Guney e K. Paudyal (2006), "The Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence from France, Germany and the UK", *European Financial Management*, Vol. 12, Nº 2, pp. 161-194.

Armstrong, J. (2003), "The Syndicated Loan Market: Developments in the North American Context", Working Paper 2003-15, Bank of Canada.

Ayyagari, M., A. Demirgüç-Kunt e V. Maksimovic (2008), "How Important Are Financing Constraints? The Role of Finance in the Business Environment", *The World Bank Economic Review*, Vol. 22, Nº 3, pp. 483-516.

Ayyagari, M., A. Demirgüç-Kunt e V. Maksimovic (2012), "Financing of Firms in Developing Countries - Lessons from Research", Policy Research Working Paper, Nº 6036, The World Bank, Development Research Group, Finance and Private Sector Development Team.

Bae, K. e V. Goyal (2009), "Creditor Rights, Enforcement, and Bank Loans", *Journal of Finance*, Vol. 64, Nº 2, pp. 823-860.

Bancel, F. e U. Mittoo (2004), "Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms", *Financial Management*, Vol. 33, Nº 4, pp. 103-132.

Barrell, R., I. Hurst e S. Kirby (2008), "Financial Crises, Regulation and Growth", *National Institute Economic Review*, Vol. 206, Nº 1, pp. 56-65.

Barth, J., G. Caprio e R. Levine (2004), "Bank Regulation and Supervision: What Works Best?", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 13, Nº 2, pp. 205-248.

Barth, J., G. Caprio e R. Levine (2008), "Bank Regulations Are Changing: For Better or Worse?", *Comparative Economic Studies*, Nº 50, Nº 4, pp. 537-563.

Barth, J., C. Lin, P. Lin e F Song (2009), "Corruption in Bank Lending to Firms: Cross-Country Microevidence on the Beneficial Role of Competition and Information Sharing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 91, Nº 3, pp. 361-388.

Barth, J., G. Caprio e R. Levine (2006), *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Barth, J., G. Caprio e R. Levine (2013), "Bank Regulation and Supervision in 180 Countries from 1999 to 2011", *Journal of Financial Economic Policy*, Vol. 5, Nº 2, pp. 111-219.

Bavaria, S. (2004), "An Introduction to Rating Secured Loans", in A Guide to the Loan Market, Standard & Poor's, September, pp. 20-24.

Beck, T., G. Clarke, A. Groff, P. Keefer e P. Walsh (2001), "New Tools in Comparative Political Economy: The Database of Political Institutions", *World Bank Economic Review*, Vol. 15, Nº 1, pp. 165-176.

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, L. Laeven, V. Maksimovic (2006), "The Determinants of Financing Obstacles, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25, Nº 6, pp. 932-952.

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt e R. Levine (2000), "A New Database on the Structure and Development of the Financial Sector", *World Bank Economic Review*, Vol. 14, Nº 3, pp. 597-605.

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt e R. Levine (2009), "Financial Institutions and Markets across Countries and over Time – Data and Analysis", Policy Research Working Paper Nº 4943, May, The World Bank.

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt e V. Maksimovic (2002), "Financing Patterns Around the World: The Role of Institutions", Development Research Group, Policy Research Working Paper Nº 2905, World Bank.

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt e M. Pería (2008), "Bank Financing for SMEs around the World Drivers, Obstacles, Business Models, and Lending Practices", Policy Research Working Paper, Nº 4785, The World Bank Development Research Group Finance and Private Sector Team.

Beck, T. e R. Levine (2002), "Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market - or Bank-Based System Matter?", *Journal of Financial Economics*, Vol.64, Nº 2, pp. 147-180.

Bedendo, M. e P. Colla (2015), "Sovereign and Corporate Credit Risk: Evidence from the Eurozone", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 33, pp. 34-52.

Bellver, A. e D. Kaufmann (2005), "Transparenting Transparency: Initial Empirics and Policy Applications", World Bank Policy Research Working Paper (forthcoming), Washington.

Benmelech, E. (2009), "Asset Salability and Debt Maturity: Evidence from Nineteenth-century American Railroads", *Review of Financial Studies*, Vol. 22, Nº 4, pp. 1545-1584.

Benmelech, E. e N. Bergman (2009), "Collateral Pricing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 91, Nº 3, pp. 339-360.

Benmelech, E., M. Garmaise e T. Moskowitz (2005), "Do Liquidation Values Affect Financial Contracts? Evidence from Commercial Loan Contracts and Zoning Regulation", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 120, Nº 3, pp. 1121-1154.

Berger, A. e G. Udell (1995), "Lines of Credit and Relationship Lending in Small Firm Finance", *Journal of Business*, Vol. 68, Nº 3, pp. 351-382.

Berger, A. e G. Udell (2006), "A More Complete Conceptual Framework for SME Finance", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30, Nº 11, pp. 2945-2966.

Berger, A., M. Espinosa-Vega, W. Frame e N. Miller (2005), "Debt Maturity, Risk, and Asymmetric Information", *Journal of Finance*, Vol. 50, Nº 6, pp. 2895-2923.

Berglöf, E. e E. Perotti (1994), "The Governance Structure of the Japanese Financial Keiretsu", *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, Nº 2, pp. 239-284.

Berglöf, E. e E. Von Thadden (1994), "Short-Term versus Long-Term Interests: Capital Structure with Multiple Investors", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, Nº 4, pp. 1055-1084.

Berle, A. e G. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Harcout, Brace & World, Inc., Capítulos: "The Evolution of Control"; "The Divergence of Interest Between Ownership and Control", in Keasey, K., S. Thompson e M. Wright (editors), *Corporate Governance*, Vol. II, pp. 3-60,

Cheltenham (Reino Unido) e Northampton (Mass., EUA): Edward Elgar Publishing Limited.

Berlin, M. e L. Master (1998), "Deposits and Relationship Lending", *Review of Financial Studies*, Vol. 12, Nº 3, pp. 579-607.

Bertrand, M., A. Schoar e D. Thesmar (2007), "Banking Deregulation and Industry Structure: Evidence from the French Banking Reforms of 1985", *Journal of Finance*, Vol. 62, Nº 2, pp. 597-928.

Bharath, S., S. Dahiya, A. Saunders e A. Srinivasan (2007), "So What Do I Get? The Bank's View of Lending Relationships", *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, Nº 2, pp. 368-419.

Bharath, S., S. Dahiya, A. Saunders e A. Srinivasan (2011), "Lending Relationships and Loan Contract Terms", *Review of Financial Studies*, Vol. 24, Nº 4, pp. 1141-1203.

Bharath, S., J. Sunder e S. Sunder (2008), "Accounting Quality and Debt Contracting", *Accounting Review*, Vol. 83, Nº 1, pp. 1-28.

Black, F. (1975), "Bank Funds Management in an Efficient Market", *Journal of Financial Economics*, Vol. 2, Nº 4, pp. 323-339.

Blackwell, D. e D. Winters (1997), "Banking Relationships and the Effect of Monitoring on Loan Pricing", *Journal of Financial Research*, Vol. 20, Nº 2, pp. 275-289.

Bodnaruk, A., M. Massa e A. Simonov (2009), "Investment Banks as Insiders and the Market for Corporate Control", *Review of Financial Studies*, Vol. 22, Nº 12, pp. 4989-5026.

Bolton, P. e D. Scharfstein (1998), "Corporate Finance, the Theory of the Firm, and Organizations", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12, Nº 4, pp. 95-114.

Boot, A. (2000), "Relationship Banking: What Do We Know?", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9, Nº 1, pp. 7–25.

Boot, A. e A. Thakor (1997), "Banking Scope and Financial Innovation", *Review of Financial Studies*, Vol. 10, Nº 4, pp. 1099-1131.

Boot, A. e A. Thakor (2000), "Can Relationship Banking Survive Competition?", *Journal of Finance*, Vol. 55, Nº 2, pp. 679-713.

Boot, A., S. Greenbaum e A. Thakor (1993), "Reputation and Discretion in Financial Contracting", *American Economic Review*, Vol. 83, Nº 5, pp. 1165-1183.

Booth, L., V. Aivazian, A. Demirgüç-Kunt e V. Maksimovic (2001), "Capital Structure in Developing Countries", *Journal of Finance*, Vol. 56, Nº 1, pp. 87-130.

Boyd, R. e P. Richerson (1985), *Culture and the Evolutionary Process*, Chicago, USA: University of Chicago Press.

Boyd, J. e E. Prescott (1986), "Financial Intermediary-Coalitions", *Journal of Economic Theory*, Vol. 38, Nº 2, pp. 211-232.

Brick, I. e D. Palia (2007), "Evidence of Jointness in the Terms of Relationship Lending", *Journal of Financial Intermediation*, Vol.16, Nº 3, pp. 452-476.

Brown, M., T. Jappelli e M. Pagano (2009), "Information Sharing and Credit: Firm-level Evidence from Transition Countries", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 18, Nº 2, pp. 151-172.

Brown, P., W. Beekes e P. Verhoeven (2011), "Corporate Governance, Accounting and Finance: A Review", *Accounting and Finance*, Vol. 51, Nº 1, pp. 96-172.

Bushman, R., J. Piotroski e A. Smith (2004), "What Determines Corporate Transparency?", *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, Nº 2, pp. 207-252.

Bushman, R. e A. Smith (2001), "Financial Accounting Information and Corporate Governance", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, Nº 1-3, pp. 237-333.

Bushman, R., A. Smith, e R. Wittenberg-Moerman (2010), "Price Discovery and Dissemination of Private Information by Loan Syndicate Participants", *Journal of Accounting Research*, Vol. 48, Nº 5, pp. 921-972.

Carey, M. e G. Nini (2007), "Is the Corporate Loan Market Globally Integrated? A Pricing Puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 62, Nº 6, pp. 2969-3007.

Cernat, L. (2004), "The Emerging European Corporate Governance Model: Anglo-Saxon, Continental, or Still the Century of Diversity?", *Journal of European Public Policy*, Vol. 11, Nº 1, pp. 147-166.

Chakraborty, S. e T. Ray (2006), "Bank-Based versus Market-Based Financial Systems: A Growth-Theoretic Analysis", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 53, Nº 2, pp. 329-350.

Chava, S. e M. Roberts (2008), "How Does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants", *Journal of Finance*, Vol. 63, Nº 5, pp. 2085-2121.

Cheibub, J., J. Gandhi e J. Vreeland (2010), "Democracy and Dictatorship Revisited", *Public Choice*, Vol. 143, Nº 1-2, pp. 67-101.

Chen, A., S. Mazumdar e M. Hung (1996), "Regulations, Lender Identity and Bank Loan Pricing", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 4, Nº 1, pp.1-14.

Chen, A., S. Mazumdar e Y. Yan (2000), "Monitoring and Bank Loan Pricing", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 8, Nº 1, pp.1-24.

Chen, H., Q. Tang, Y. Jiang e Z. Lin (2010), "The Role of International Financial Reporting Standards in Accounting Quality: Evidence from the European Union", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 21, Nº 3, pp. 220-278.

Cheng, S. e C. Shiu (2007), "Investor Protection and Capital Structure: International Evidence", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 17, Nº 1, pp. 30- 44.

Chhaochharia, V. e L. Laeven (2009), "Corporate Governance Norms and Practices", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 18, Nº 3, pp. 405-431.

Čihák, M., A. Demirgüç-Kunt, E. Feyen e R. Levine (2012), "Benchmarking Financial Systems around the World", Policy Research Working Paper Nº 6175, The World Bank.

Claessens, S. (2006), "Corporate Governance and Development", *World Bank Research Observer*, Vol. 21, Nº 1, pp. 91-122.

Claessens, S., S. Djankov e L. Klapper (2003), "Resolution of Corporate Distress in East Asia", *Journal of Empirical Finance*, Vol. 10, Nº 1-2, pp. 199-216.

Claessens, S. e L. Klapper (2005), "Bankruptcy Around the World: Explanations of Its Relative Use", *American Law and Economics Review*, Vol. 7, Nº 1, pp. 253-283.

Cole, R. (1998), "The Importance of Relationships to the Availability of Credit", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, Nº 6-8, pp. 959-977.

Cole, R., L. Goldberg e L. White (2004), "Cookie-Cutter versus Character: The Micro Structure of Small Business Lending by Large and Small Banks", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, Nº 2, pp. 227-251.

Costello, A. e R. Wittenberg-Moerman (2011), "The Impact of Financial Reporting Quality on Debt Contracting: Evidence from Internal Control Weakness Reports", *Journal of Accounting Research*, Vol. 49, Nº 1, pp. 97-136.

Cuervo, A. (2002), "Corporate Governance Mechanisms: a Plea for Less Code of Good Governance and More Market Control", *Corporate Governance*, Vol. 10, Nº 2, pp. 84-93.

Cumming, D., J. Mc Cahery e A. Schwienbacher (2011), "Tranching in the Syndicated Loan Market", European Banking Center Discussion Paper Nº 2011-002, Tilburg: Tilburg University.

Davydenko, S. e J. Franks (2008), "Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany, and the U.K.", *Journal of Finance*, Vol. 63, Nº 2, pp. 565-608.

de Jong, A., R. Kabir e T. Nguyen (2008), "Capital Structure around the World: The Roles of Firm- and Country-Specific Determinants", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, Nº 9, pp. 1954-1969.

Degryse, H. e de Jong (2006), "Investment and Internal Finance: Asymmetric Information or Managerial Discretion?", *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 24, Nº 1, pp. 125-147.

Degryse, H. e S. Ongena (2005), "Distance, Lending Relationships and Competition", *Journal of Finance*, Vol. 60, Nº 1, pp. 231-266.

Degryse, H. e P. Van Cayseele (2000), "Relationship Lending within a Bank-Based System: Evidence from European Small Business Data", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9, Nº 1, pp. 90-109.

Delis, M., I. Hasan e S. Ongena (2017), "Democracy and Credit "Democracy Doesn't Come Cheap" But at Least Credit to Its Corporations Will Be", Research Paper, Nº 17-14, Swiss Finance Institute.

Demirgüç-Kunt, A. e H. Huizinga (1999), "Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence", *World Bank Economic Review*, Vol. 13, Nº 2, pp. 379-408.

Demirgüç-Kunt, A., L. Laeven e R. Levine (2004), "Regulations, Market Structure, Institutions, and the Cost of Financial Intermediation", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 36, Nº 3, pp. 593-622.

Demirgüç-Kunt, A. e R. Levine (2001), "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons", in A. Demirgüç-Kunt e R. Levine (eds.), *Financial Structure and Economic Growth – A Cross Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, pp. 81-141, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.

Demirgüç-Kunt, A. e V. Maksimovic (1996), "Stock Market Development and Financing Choices of Firms", *World Bank Economic Review*, Vol. 10, Nº 2, pp.341-369.

Demirgüç-Kunt, A. e V. Maksimovic (1998), “Law, Finance, and Firm Growth”, *Journal of Finance*, Vol. 53, Nº 6, pp. 2107-2137.

Demirgüç-Kunt, A. e V. Maksimovic (1999), “Institutions, Financial Markets, and Debt Maturity”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 54, Nº 3, pp. 295-336.

Demirgüç-Kunt, A. e V. Maksimovic (2002), “Funding Growth in Bank-based and Market-based Financial Systems: Evidence from Firm-level Data”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, Nº 3, pp. 337-363.

Demiroglu, C. e C. James (2010), “The Information Content of Bank Loan Covenants”, *Review of Financial Studies*, Vol. 23, Nº 10, pp. 3700-3737.

Denis, D. e V. Mihov, (2003), “The Choice Among Bank Debt, Non-bank Private Debt, and Public Debt: Evidence from New Corporate Borrowings”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, Nº 1, pp. 3-28.

Dennis, S. e D. Mullineaux (2000), “Syndicated Loans”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9, Nº 4, pp. 404-426.

Dennis, S., D. Nandy e I. Sharpe (2000), “The Determinants of Contract Terms in Bank Revolving Credit Agreements”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, Nº. 1, pp. 87-110.

Desai, M., A. Dyck e L. Zingales (2007), “Theft and Taxes”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 84, Nº 3, pp. 591-623.

Desai, M., C. Foley e J. Hines (2004), “A Multinational Perspective on Capital Structure Choice and Internal Capital Markets”, *Journal of Finance*, Vol. 59, Nº 6, pp. 2451- 2487.

Diamond, D. (1984), “Financial Intermediation and Delegated Monitoring”, *Review of Economic Studies*, Vol. 51, Nº 3, pp. 393-414.

Diamond, D. (1991), “Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Privately Placed Debt”, *Journal of Political Economy*, Vol. 99, Nº 4, pp. 689-721.

Diamond, D. (1993), "Seniority and Maturity of Debt Contracts", *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, Nº 3, pp. 341-368.

Diamond, D. (1996), "Financial Intermediation as Delegated Monitoring: A Simple Example", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Vol. 82, Nº 3, pp. 51-66.

Dittmann, I., E. Maug e C. Schneider (2010), "Bankers on the Boards of German Firms: What They Do, What They Are Worth, and Why They Are (Still) There", *Review of Finance*, Vol. 14, Nº 1, p. 35-71.

Djankov, S., O. Hart, C. McLiesh e A. Shleifer (2008a), "Debt Enforcement around the World", *Journal of Political Economy*, Vol. 116, Nº 6, pp. 1105-1149.

Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes e A. Shleifer (2008b), "The Law and Economics of Self-dealing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, Nº 3, pp. 430-465.

Djankov, S., C. McLiesh e A. Shleifer (2007), "Private Credit in 129 Countries", *Journal of Financial Economics*, Vol. 84, Nº 2, pp. 299-329.

Doidge G., G. Karoly e R. Stulz (2007), "Why Do Countries Matter so Much for Corporate Governance?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, Nº 1, pp. 1-39.

Drucker, S. e M. Puri (2005), "On the Benefits of Concurrent Lending and Underwriting", *Journal of Finance*, Vol. 60, Nº 6, pp. 2763-2799.

Drucker, S. e M. Puri (2009), "On Loan Sales, Loan Contracting, and Lending Relationships", *Review of Financial Studies*, Vol. 22, Nº 7, pp. 2836-2872.

Dyck, A. e L. Zingales (2004), "Private Benefits of Control: An International Comparison", *Journal of Finance*, Vol. 59, Nº 2, pp. 537-600.

Easterly, W. e R. Levine (1997), "Africa's Growth Tragedy: Policies and Ethnic Divisions", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, Nº 4, pp. 1203-1250.

Eisl, A., R. Jankowitsch e M. Subrahmanyam (2014), "The Manipulation Potential of Libor and Euribor", *European Financial Management*, Vol. 23, Nº 4, pp. 604-647.

Elsas, R. e J. Krahnen (1998), "Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit-File Data in Germany", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, Nº 10-11, pp. 1283-1316.

Ergungor, O. (2004), "Market- vs Bank-based Financial Systems: Do Rights and Regulations Really Matter?", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, Nº 12, pp. 2869-2887.

ESRB – European Systemic Risk Board (2012), "Forbearance, Resolution and Deposit Insurance", Reports of the Advisory Scientific Committee, Nº 1, July.

Esty, B. e W. Megginson (2003), "Credit Rights, Enforcement, and Debt Ownership Structure: Evidence from the Global Syndicated Loan Market", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, Nº 1, pp. 37-59.

Fama, E. (1985), "What's Different about Banks?", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 15, Nº 1, pp. 29-39.

Fan, J., S. Titman e G. Twite (2012), "An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47, Nº 1, pp. 23-56.

Feng, Y. (2001), "Political Freedom, Political Instability, and Policy Uncertainty: A Study of Political Institutions and Private Investment in Developing Countries", *International Studies Quarterly*, Vol. 45, Nº 2, pp. 271-294.

Ferreira, M. e P. Matos (2012), "Universal Banks and Corporate Control: Evidence from Global Syndicated Loan Market", *Review of Financial Studies*, Vol. 25, Nº 9, pp. 2703-2744.

Ferri, G. e M. Messori (2000), "Bank–Firm Relationships and Allocative Efficiency in Northeastern and Central Italy and in the South", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, Nº 6, pp. 1067-1095.

Flannery, M. (1986), "Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice", *Journal of Finance*, Vol. 41, Nº 1, pp. 19-37.

Francis, B., I. Hasan, M. Koetter e Q. Wu (2012), "Corporate Boards and Bank Loan Contracting", *Journal of Financial Research*, Vol. 35, Nº 4, pp. 521-552.

Francis, J., R. LaFond, P. Olsson e K. Schipper (2004), "Costs of Equity and Earnings Attributes", *Accounting Review*, Vol. 79, Nº 4, pp. 967-1010.

Francis, J., R. LaFond, P. Olsson e K. Schipper (2005), "The Market Pricing of Accruals Quality", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, Nº 2, pp. 295-327.

Franken, S. (2004), "Creditor- and Debtor-Oriented Corporate Bankruptcy Regimes Revisited", *European Business Organization Law Review*, Vol. 5, Nº 4, pp. 645- 676.

Franks, J. e C. Mayer (1997), "Corporate Ownership and Control in the U.K., Germany, and France", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, Nº 4, pp. 30-45.

Franks, J. e C. Mayer (2001), "Ownership and Control of German Corporations", *Review of Financial Studies*, Vol. 14, Nº 4, pp. 943-977.

Franks, J., K. Nyborg e W. Torous (1996), "A Comparison of US, UK, and German Insolvency Codes", *Financial Management*, Vol. 25, Nº 3, pp. 86-10l.

Freixas, X. e J. Rochet (2008), *Microeconomics of Banking*, The MIT Press Cambridge, Massachusetts, London, England, Second Edition.

Gadanecz, B. (2004), "The Syndicated Loan Market: Structure, Development and Implications", *BIS Quarterly Review*, December, pp. 75-89.

Galai, D. e R. Masulis (1976), "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Nº 1-2, pp. 53-81.

Garvey, G. e P. Swan (1994), "The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 1, Nº 2, pp. 139-174.

Ge, W., J. Kim, e B. Song (2012), "Internal Governance, Legal Institutions and Bank Loan Contracting around the World", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18, Nº 3, pp. 413-432.

Gehlbach, S. e P. Keefer (2011), "Investment Without Democracy: Ruling-party Institutionalization and Credible Commitment in Autocracies", *Journal of Comparative Economics*, Vol. 39, Nº 2, pp. 123-139.

Giannetti, M. (2003), "Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, Nº 1, pp. 185-212.

Giannetti, M. e L. Laeven (2012), "The Flight Home Effect: Evidence from the Syndicated Loan Market During Financial Crises", *Journal of Financial Economics*, Vol. 104, Nº 1, pp. 23-43.

Giannetti, M. e Y. Yafeh (2012), "Do Cultural Differences Between Contracting Parties Matter? Evidence from Syndicated Bank Loans", *Management Science*, Vol. 58, Nº 2, pp. 365-383.

Gischer, H., P. Reichling e M. Stiele (2007), "Germany's Three-pillar Banking System from a Corporate Governance Perspective", in Benton E. Gup (eds.), *Corporate Governance in Banking: A Global Perspective*, pp. 234-251, Edward Elgar Publishing, Northampton.

Glaeser, E. e A. Shleifer (2002), "Legal Origins", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, Nº 4, pp. 1193-1229.

Glennerster, R. e Y. Shin (2003), "Is transparency good for you, and can the IMF help?", IMF working paper, WP/03/132.

Glennerster, R. e Y. Shin (2008), "Does Transparency Pay?", *IMF Staff Papers*, Vol. 55, Nº 1, pp. 183-209.

Godlewski, C. e L. Weill (2008), "Syndicated Loans in Emerging Markets", *Emerging Markets Review*, Vol. 9, Nº 3, pp. 206-219.

Gorton, G. e A. Winton (2003), "Financial Intermediation", Chapter 8 in Handbook of the Economics of Finance, Vol.1, Part 1 Corporate Finance, pp. 431-552.

Greenbaum, S. e A. Thakor (2007), *Contemporary Financial Intermediation*, Elsevier, Second Edition.

Grossman, S. (1976), "On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Trades Have Diverse Information", *Journal of Finance*, Vol. 31, Nº 2, pp. 573-585.

Grossman, S. e O. Hart (1982), "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives", in J. McCall (eds.), *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, pp. 123-155, Chicago.

Grossman, S. e J. Stiglitz (1980), "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", *American Economic Review*, Vol. 70, Nº 3, pp. 393-408.

Guiso, L., P. Sapienza e L. Zingales (2016a), "The Cost of Banking Regulation", NBER Working Paper Series, Nº 12501, National Bureau of Economic Research.

Guiso, L., P. Sapienza e L. Zingales (2016b), "Does Culture Affect Economic Outcomes?", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 20, Nº 2, pp. 23-48.

Hail, L. (2002), "The Impact of Voluntary Corporate Disclosures on the Ex-Ante Cost of Capital – A Swiss Point of View", *European Accounting Review*, Vol. 11, Nº 4, pp. 741- 773.

Hail, L. e C. Leuz (2006), "International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?", *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, Nº 3, pp. 485-531.

Hall, G., P. Hutchinson e N. Michaelas (2004), "Determinants of the Capital Structures of European SMEs", J*ournal of Business Finance and Accounting*, Vol. 31, Nº 5- 6, pp. 711-728.

Harhoff, D. e T. Korting (1998), "Lending Relationships in Germany – Empirical Evidence from Survey Data", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, Nº 10- 11, pp. 1317-1353.

Harris, M. e A. Raviv (1992), "*Financial Contracting Theory*", in J. Laffont (editors), Advances in Economic Theory: Sixth World Congress, Vol. 2, pp. 64-150, Econometric Society Monographs, Cambridge University Press, Cambridge.

Hasan, I., C. Hoi, Q. Wu e H. Zhang (2014), "Beauty Is in the Eye of the Beholder: The Effect of Corporate Tax Avoidance on the Cost of Bank Loans", *Journal of Financial Economics*, Vol. 113, Nº 1, pp. 109-130.

Hasan, I., J. Park e Q. Wu (2012), "The Impact of Earnings Predictability on Bank Loan Contracting", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 39, Nº 7-8, pp. 1068–1101.

Haselmann, R., K. Pistor e V. Vig (2010), "How Law Affects Lending", *Review of Financial Studies*, Vol. 23, Nº 2, pp. 549-580.

Helliwell, J., R. Layard e J. Sachs (2016), *World Happiness Report 2016, Update (Vol. I)*, New York: Sustainable Development Solutions Network.

Hellwig, M. (1991), "Banking, Financial Intermediation, and Corporate Finance", in A. Giovanni e C. Mayer (eds.), *European Financial Integration*, pp. 35-63, Cambridge University Press, Cambridge, UK.

Hilary, G. e K. Hui (2009), "Does Religion Matter in Corporate Decision Making in America?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 93, Nº 3, pp. 455-473.

Hofstede, G. (1980), *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values*, Beverly Hills, California: Sage Publications.

Hofstede, G. (2001), *Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations Across Nations*, 2nd Edition, Thousand Oaks, California: Sage Publications.

Hofstede, G., G. Hofstede e M. Minkov (2010), *Cultures and Organizations: Intercultural Cooperation and Its Importance for Survival*, 3rd Edition, New York: McGraw-Hill.

Hoshi, T., A. Kashyap e D. Scharfstein (1990), "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, Nº 1, pp. 67-88.

Hoshi, T., A. Kashyap e D. Scharfstein (1991), "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, Nº 1, p. 33-60.

Houston, J., J. Itzkowitz e A. Naranjo (2012), "Corporate Borrower Nationality and Global Presence: Cross Country Evidence on the Pricing of Syndicated Bank Loans", in *Chapter 5*, Barth, J., C. Lin e C. Wihlborg (Editors), Research Handbook on International Banking and Governance (2012), pp. 124-148, Edward Elgar.

Houston, J., J. Itzkowitz e A. Naranjo (2017), "Borrowing Beyond Borders: Foreign Assets, Lender Choice, and Loan Pricing in the Syndicated Bank Loan Market", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 42, February, pp. 315-334.

Houston, J., C. Lin, P. Lin e Y. Ma (2010), "Creditor Rights, Information Sharing and Bank Risk Taking", *Journal of Financial Economics*, Vol. 96, Nº 3, pp. 485-512.

Huang, Y. (2010), "Political Institutions and Financial Development: An Empirical Study", *World Development*, Vol. 38, Nº 12, pp. 1667-1677.

Inglehart, R. e W. Baker (2000), "Modernization, Cultural Change, and the Persistence of Traditional Values", *American Sociological Review*, Vol. 65, Nº 1, pp. 19-51.

Inglehart, R. e P. Norris (2003), *Rising Tide Gender Equality and Cultural Change around the World*, New York: Cambridge University Press.

Inglehart, R. e Welzel, C. (2005), "Modernization, Cultural Change and Democracy: The Human Development Sequence", New York: Cambridge University Press.

Ivashina, V. (2005), "The Effects of Syndicate Structure on Loan Spreads", Working Paper, Stern Business School, November, New York.

Ivashina, V. (2009), "Asymmetric Information Effects on Loan Spreads", *Journal of Financial Economics*, Vol. 92, Nº 2, pp. 300-319.

Jappelli, T. e M. Pagano (2002), "Information Sharing, Lending and Defaults: Cross-Country Evidence", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 26, Nº 10, pp. 2017- 2045.

Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, Nº 2, pp. 323-329.

Jensen, M. e W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Nº 4, pp. 305-360.

Jensen, M. e C. Smith (1985), "Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory", in *Recent Advances in Corporate Finance*, Altman, E e Subrahmanyam, M. (editors). Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1985. Reprinted in *Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms* (2000), Jensen, M. (Editor), Harvard University Press, Vol. 1, Nº 1, pp. 136-167.

Jesover, F. e G. Kirkpatrick (2005), "The Revised OECD Principles of Corporate Governance and their Relevance to Non-OECD Countries", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, Nº 2, pp. 127-136.

John, K. e L. Senbet (1998), "Corporate Governance and Board Efectiveness", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, Nº 4, pp. 371-403.

Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes e A. Shleifer (2000), "Tunneling", *American Economic Review*, Vol. 90, Nº 2, pp. 22-27.

Kalay, A. (1982), "Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints", *Journal of Financial Economics*, Vol. 10, Nº 2, pp. 211-233.

Kaplan, S. e B. Minton (1994), "Appointments of Outsiders to Japanese Boards Determinants and Implications for Managers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, Nº 2, pp. 225-258.

Kapoor, M. e S. Raviy (2012), "Determinants of Corruption: Government Effectiveness vs. Cultural Norms", *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy*, Vol. 12, Nº 1, Article 34.

Kaufmann, D., A. Kraay e M. Mastruzzi (2009), "Governance Matters VIII: Aggregate and Individual Governance Indicators 1996–2008", Policy Research Working Paper, Nº 4978, The World Bank Development Research Group Macroeconomics and Growth Team.

Klapper, L. e I. Love (2004), "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, Nº 5, pp. 703-728.

Kroszner, R. e P. Strahan (2001), "Bankers on Boards: Monitoring, Conflicts of Interest, and Lender Liability", *Journal of Financial Economics*, Vol. 62, Nº 3, pp. 415-452.

Kumar, A., J. Page e O. Spalt (2011), "Religious Beliefs, Gambling Attitudes, and Financial Market Outcomes", *Journal of Financial Economics*, Vol. 102, Nº 3, pp. 671-708.

Kwok, C. e S. Tadesse (2006), "National Culture and Financial Systems", *Journal of International Business Studies*, Vol. 37, Nº 2, pp. 227-247.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (1997), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of* Finance, Vol. 52, Nº 3, pp. 1131-1150.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, Nº 6, pp. 1113-1155.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (1999), "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance*, Vol. 54, Nº 2, pp. 471-517.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (2000), "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, Nº 1-2, pp. 3-27.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes e A. Shleifer (2006), "What Works in Securities Laws?", *Journal of Finance*, Vol. 61, Nº 1, pp. 1-32.

Laeven, L. e R. Levine (2009), "Bank Governance, Regulation and Risk Taking", *Journal of Financial Economics*, Vol. 93, Nº 2, pp. 259-275.

Laeven, L. e G. Majnoni (2005), "Does Judicial Efficiency Lower the Cost of Credit?", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, Nº 7, pp. 1791-1812.

Leland, H. e D. Pyle (1977), "Informational Asymetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, Vol. 32, Nº 2, pp. 371-387.

Leuz, C. (2010), "Different Approaches to Corporate Reporting Regulation: How Jurisdictions Differ and Why", *Accounting and Business Research*, Vol. 40. Nº 3, pp. 229-256.

Leuz, C., D. Nanda e P. Wysocki (2003), "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison", *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, Nº 3, pp. 505-527.

Levine, R. (2002), "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, Nº 4, pp. 398-428.

Li, Q. (2006), "Democracy, Autocracy, and Tax Incentives to Foreign Direct Investors: A Cross-National Analysis", *Journal of Politics*, Vol. 68, Nº 1, pp. 62-74.

Lim, J., B. Minton, e M. Weisbach (2014), "Syndicated Loan Spreads and the Composition of the Syndicate", *Journal of Financial Economics*, Vol. 111, Nº 1, pp. 45-69.

Lin, C., Y. Ma, P. Malatesta e Y. Xuan (2011), "Ownership Structure and the Cost of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 100, Nº 1, pp. 1-23.

Longhofer, S. e J. Santos (2000), "The Importance of Bank Seniority for Relationship Lending", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9, Nº 1, pp. 57-89.

López-Iturriaga, F. e J. Rodríguez-Sanz (2008), "Capital Structure and Institutional Setting: A Decompositional and International Analysis", *Applied Economics*, Vol. 40, Nº 14, pp. 1851-1864.

Markellos, R., D. Psychoyios e F. Schneider (2016), "Sovereign Debt Markets in Light of the Shadow Economy", *European Journal of Operational Research*, Vol. 252, Nº 1, pp. 220-231.

Mayer, C. (1988), "New Issues in Corporate Finance", *European Economic Review*, Vol. 32, Nº 5, pp. 1167-1183.

McGavin, R. e M. Lukatsky (2013), "A Primer for the European Syndicated Loan Market", in S. Gupte e P. Watters (eds.), *A Guide to the European Loan Market*, pp. 5-25, November, Leveraged Commentary & Data, Standard & Poor's, New York.

Melnik, A. e S. Plaut (1986), "Loan Commitment Contracts, Terms of Lending, and Credit Allocation", *Journal of Finance*, Vol. 41, Nº 2, pp. 425-435.

Menkhoff, L., D. Neuberger e O. Rungruxsirivorn (2012), "Collateral and its Substitutes in Emerging Markets' Lending", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 36, Nº 3, pp. 817-834.

Miller, S. (2013), "A Syndicated Loan Primer", in S. Miller e A. Watt (eds.), *A Guide to the U.S. Loan Market*, pp. 5-27, September, Leveraged Commentary & Data, Standard & Poor's, September, New York.

Montalvo, J. e M. Reynal-Querol (2005), "Ethnic Polarization, Potential Conflict, and Civil Wars", *American Economic Review*, Vol. 95, Nº 3, pp. 796-816.

Mowat, T. (2013), "A Syndicated Loan Primer", in S. Miller e A. Watt (eds.), *A Guide to the U.S. Loan Market*, pp. 28-31, September, Leveraged Commentary & Data, Standard & Poor's, September, New York.

Munck, G. e J. Verkuilen (2002), "Conceptualizing and Measuring Democracy Evaluating Alternative Indices", *Comparative Political Studies*, Vol. 35 Nº 1, pp. 5- 34.

Myers, S. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, Nº 2, pp. 147-175.

Myers, S. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 39, Nº 3, pp. 574-592.

Myers, S. e N. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, Nº 2, pp. 187-221.

Nini, G., D. Smith e A. Sufi (2009), "Creditor Control Rights and Firm Investment Policy", *Journal of Financial Economics*, Vol. 92, Nº 3, pp. 400-420.

North, D. (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge: Cambridge University Press.

Ongena, S. e D. Smith (2000), "Bank Relationships: A Review", in S. Zenios e P. Harker (eds.), *Performance of Financial Institutions*, pp. 221-258, Cambridge University Press, Cambridge.

Padilla, A. e M. Pagano (1997), "Endogenous Communication among Lenders and Entrepreneurial Incentives", *Review of Financial Studies*, Vol. 10, Nº 1, pp. 205- 236.

Padilla, A. e M. Pagano (2000), "Sharing Default Information as a Borrower Discipline Device", *European Economic Review*, Vol. 44, Nº 10, pp. 1951-1980.

Pagano, M. e T. Jappelli (1993), "Information Sharing in Credit Markets", *Journal of Finance*, Vol. 48, Nº 5, 1693-1718.

Pagano, M. e P. Volpin (2005), "The Political Economy of Corporate Governance", *American Economic Review*, Vol. 95, Nº 4, pp. 1005-1030.

Petersen, M. e R. Rajan (1994), "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data", *Journal of Finance*, Vol. 49, Nº 1, pp. 3-37.

Petersen, M. e R. Rajan (2002), "Does Distance Still Matter? The Information Revolution in Small Business Lending", *Journal of Finance*, Vol. 52, Nº 6, pp. 2533-2570.

Pistor, K. (2000), "Patterns of Legal Change: Shareholder and Creditor Rights in Transition Economies", *European Business Organization Law Review*, Vol. 1, Nº 1, pp. 59-107.

Pistor, K., M. Raiser e S. Gelfer (2000), "Law and Finance in Transition Economies", *Economics of Transition*, Vol. 8, Nº 2, pp. 325-368.

Polenberg, R., M. Lukatsky e S. Gupte (2010), "A Primer for the European Syndicated Loan Market", in S. Gupte e P. Watters (eds.), *A Guide to the European Loan Market*, pp. 7-24, January, Standard & Poor's, New York.

Qi, Y, L. Roth e J. Wald (2010), "Political Rights and the Cost of Debt", *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, Nº 2, pp. 202-226.

Qian, J. e P. Strahan (2007), "How Laws and Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans", *Journal of Finance*, Vol. 62, Nº 6, pp. 2803-2834.

Rajan, R. (1992), "Insiders and Outsiders: The Choice Between Relationship and Arm´s-Length Debt", *Journal of Finance*, Vol. 47, Nº 4, pp. 1367-1400.

Rajan, R. e L. Zingales (1995), "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *Journal of Finance*, Vol. 50, Nº 5, pp. 1421- 1460.

Rajan, R. e L. Zingales (1998), "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, Vol. 88, Nº 3, pp. 559-586.

Rajan, R. e L. Zingales (2001), "The Influence of the Financial Revolution on the Nature of Firms", *American Economic Review*, Vol. 91, Nº 2, pp. 206-211.

Ramakrishnan, R. e A. Thakor (1984), "Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation", *Review of Economic Studies*, Vol. 51, Nº 3, pp. 415-432.

Reuttner, I. e T. Glass (2012), "The Financial Development Index 2012: Stalled Recovery – In Search of Growth", in I. Reuttner (eds.), *The Financial Development Report 2012*, pp.3-35, World Economic Forum, Switzerland, Geneva.

Roberts, M. e A. Sufi (2009), "Control Rights and Capital Structure: An Empirical Investigation", *Journal of Finance*, Vol. 64, Nº 4, pp. 1657-1695.

Roe, M. e J. Siegel (2009), "Finance and Politics: A Review Essay Based on Kenneth Dams Analysis of Legal Traditions in The Law-Growth Nex", *Journal of Economic Literature*, Vol. 47, Nº 3, pp. 781-800.

Roe, M. e J. Siegel (2011), "Political Instability: Effects on Financial Development, Roots in the Severity of Economic Inequality", *Journal of Comparative Economics*, Vol. 39, Nº 3, pp. 279-309.

Ross, S. (1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach", *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, Nº 1, pp. 23-40.

S&P (2009), "A Guide to the Loan Market", September, Leveraged Commentary & Data, Standard & Poor's, New York.

Safavian, M. e S. Sharma (2007), "When Do Creditor Rights Work?", *Journal of Comparative Economics*, Vol. 35, Nº 3, pp. 484-508.

Santos, J. (2011), "Bank Corporate Loan Pricing Following the Subprime Crisis", *Review of Financial Studies*, Vol. 24, Nº 6, pp. 1916-1943.

Santos, J. e A. Winton (2008), "Bank Loans, Bonds, and Information Monopolies Across the Business Cycle", *Journal of Finance*, Vol. 63, Nº 3, pp. 1315-1359.

Sapir, A. (2006), "Globalization and the Reform of European Social Models", *Journal of Common Market Studies*, Vol. 44, Nº 2, pp. 369-90.

Schenone, C. (2009), "Lending Relationships and Information Rents: Do Banks Exploit Their Information Advantages?", *Review of Financial Studies*, Vol. 23, Nº 3, pp. 1149-1199.

Schmidt, R. e M. Tyrell (1997), "Financial Systems, Corporate Finance and Corporate Governance", *European Financial Management*, Vol. 3, Nº 3, pp. 333-361.

Schwartz, S. (2006), "A Theory of Cultural Value Orientations: Explication and Applications", *Comparative Sociology*, Vol. 5, Nº 2, pp. 137-182.

Schwartz, S. (2008a), "Cultural Value Orientations: Nature & Implications of National Differences", *Psychology. Journal of Higher School of Economics*, Vol. 5, Nº 2, pp. 37-67.

Schwartz, S. (2008b), "The 7 Schwartz cultural value orientation scores for 80 countries", Dataset Available at: https://www.researchgate.net/publication/304715744_The_7_Schwartz_cultural_value_orientation_scores_for_80_countries.

Sharpe, S. (1990), "Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships", *Journal of Finance*, Vol. 45, Nº 4, pp. 1069-1087.

Shleifer, A. e R. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 52, Nº 2, pp. 737-783.

Shrieves, R. e D. Dahl (1995), "Regulation, Recession, and Bank Lending Behavior: The 1990 Credit Crunch", *Journal of Financial Services Research*, Vol. 9, Nº 1, pp. 5- 30.

Spamann, H. (2010), "The "Antidirector Rights Index" Revisited", *Review of Financial Studies*, Vol. 23, Nº 2, pp. 467-486.

Staiger, D. e J. Stock (1997), "Instrumental Variables Regression with Weak Instruments", *Econometrica*, Vol. 65, Nº 3, pp. 557-86.

Stein, J. (2002), "Information Production and Capital Allocation: Decentralized versus Hierarchical Firms", *Journal of* Finance, Vol. 57, Nº 5, pp. 1891-1921.

Stiglitz, J. (1985), "Credit Markets and the Control of Capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 17, Nº 2, pp. 133-152.

Stiglitz, J. e A. Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, Vol. 71, Nº 3, pp. 393-410.

Stock J. e M. Yogo (2005), "Testing for Weak Instruments in Linear IV Regression", In D. Andrews e J. Stock (eds.), *Identification and Inference for Econometric Models: Essays in Honor of Thomas J. Rothenberg*, pp. 80-108, Cambridge University Press, Cambridge.

Stulz, R. (1988), "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, January-March, pp. 25-54.

Stulz, R. e R. Williamson (2003), "Culture, Openness, and Finance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, Nº 3, pp. 313-349.

Sufi, A. (2007), "Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans", *Journal of Finance*, Vol. 62, Nº 2, pp. 629-668.

Sufi, A. (2009), "Bank Lines of Credit in Corporate Finance: An Empirical Analysis", *Review of Financial Studies*, Vol. 22, Nº 3, pp. 1058-1088.

Thakor, A. (1996), "Capital Requirements, Monetary Policy, and Aggregate Bank Lending: Theory and Empirical Evidence", *Journal of Finance*, Vol. 51, Nº 1, pp. 279-324.

Tirole, J. (2006), "*Corporate Governance*", In The Theory of Corporate Finance, *Chapter 1*, Princeton University Press, New Jersey.

Udell, G. (2008), "What's in A Relationship? The Case of Commercial Lending", *Business Horizons*, Vol. 51, Nº 2, pp. 93-103.

Utrero-González, N. (2007), "Banking Regulation, Institutional Framework and Capital Structure: International Evidence from Industry Data", *Quarterly Review of Economics and Finance,* Vol. 47, Nº 4, pp. 481-506.

Verrecchia, R. (2001), "Essays on Disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32. Nº 1-3, pp. 91-180.

Vitols S. (2005), "German Corporate Governance in Transition: Implications of Bank Exit from Monitoring and Control, *International Journal of Disclosure and Governance*, Vol. 2, Nº 4, pp. 357-367.

Weinstein, D. e Y. Yafeh (1998), "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan", *Journal of Finance*, Vol. 53, Nº 2, pp. 635-672.

Williamson, C. e R. Mathers (2011), "Economic Freedom, Culture, and Growth", *Public Choice*, Vol. 148, Nº 3-4, pp. 313-335.

Wooldridge, J. (2002), *Econometric Analysis of Cross-section and Panel Data*, 2nd edition, Cambridge, MA: MIT Press.

World Economic Forum (2013), *Global Risks 2013*, Eighth Edition, Geneva, Switzerland: World Economic Forum.

World Economic Forum (2014), *The Global Competitiveness Report 2014–2015: Full Data Edition*, Geneva, Switzerland: World Economic Forum.

World Economic Forum (2017), *The Global Risks Report 2017*, 12th Edition, Geneva, Switzerland: World Economic Forum.

Yasuda, A. (2005), "Do Bank Relationships Affect the Firm's Underwriter Choice in the Corporate Bond Underwriting?", *Journal of Finance*, Vol. 60, Nº 3, pp. 1259-1292.

Yasuda, A. (2007), "Bank Relationships and Underwriter Competition: Evidence from Japan", *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, Nº 2, pp. 369-404.

Zhang, Y. (2009), "Are Debt and Incentive Compensation Substitutes in Controlling the Free Cash Flow Agency Problem?", *Financial Management*, Vol. 38, Nº 3, pp. 507- 541.

Zingales, L. (1998), *Corporate Governance*, in Peter Newman (editores), The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, pp. 497-502, London: Macmillan.

Anexos

Anexo I: Classificação dos Países por Tipo de Sistema

Esta tabela apresenta a classificação dos países da amostra no sistema financeiro, utilizando a primeira componente principal da estrutura agregada. Os países com uma estrutura agregada superior à mediana são considerados como tendo um sistema financeiro baseado no mercado e como sistema financeiro baseado nos bancos se o indicador tiver valor inferior à mediana. São apresentadas as classificações Tipo I, Tipo II e Tipo III. Os países pelo sistema de *governance* são classificados como de origem "Anglo-saxónico", "Continental" ou "Outros", com base em Sapir (2006) e Schmidt e Tyrell (1997). No sistema legal os países são classificados como sendo de "Lei Comum", "Lei Civil Francesa", "Lei Civil Germânica", "Lei Civil Escandinava" e "Lei Socialista" (N=85.220).

Países	**N**	**Sistema Financeiro Tipo I**	**Sistema Financeiro Tipo II**	**Sistema Financeiro Tipo III**	**Sistema *Governance***	**Sistema Legal**	
						Origem Legal	**Fonte**
Africa do Sul	99	Mercado	Mercado	Mercado	Outros	Lei comum	La Porta et al. (1998)
Alemanha	1 974	Mercado	Banco	Banco	Continental	Lei civil germânica	La Porta et al. (1998)
Andorra	2				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Angola	9				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Antilhas Holandesas	4				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Arábia Saudita	90			Mercado	Outros	Lei comum	Djankov et al. (2007)
Argélia	10				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Argentina	106	Banco	Banco	Banco	Outros	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Austrália	1 508	Mercado	Mercado	Mercado	Anglo-saxónico	Lei comum	La Porta et al. (1998)
Áustria	59	Banco	Banco	Banco	Continental	Lei civil germânica	La Porta et al. (1998)
Azerbeijão	20				Outros	Lei socialista	Cummimg et al. (2011)
Bahamas	36				Outros	Lei comum	Cummimg et al. (2011)
Bahrain	21			Banco	Outros	Lei comum	Cummimg et al. (2011)
Bangladesh	1			Banco	Outros	Lei comum	Djankov et al. (2007)
Barbados	1			Banco	Outros	Lei comum	Cummimg et al. (2011)
Bélgica	273	Banco	Banco	Banco	Continental	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Bermuda	132				Outros	Lei comum	Cummimg et al. (2011)
Bolívia	3			Banco	Outros	Lei civil francesa	Djankov et al. (2007)
Botswana	2			Banco	Outros	Lei comum	Djankov et al. (2007)
Brasil	335	Mercado	Mercado	Mercado	Outros	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Bulgária	29			Banco	Outros	Lei civil germânica	Djankov et al. (2007)
Burkina Faso	2				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Camarões	5				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Canadá	2 088	Mercado	Mercado	Mercado	Anglo-saxónico	Lei comum	La Porta et al. (1998)
Catar	72			Mercado	Outros	Lei comum	Cummimg et al. (2011)
Cazaquistão	40			Banco	Outros	Lei socialista	Djankov et al. (2007)
Chile	160	Banco	Mercado	Mercado	Outros	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
China	524			Banco	Outros	Lei civil germânica	Djankov et al. (2007)
Chipre	20	Banco	Banco	Banco	Continental	Lei comum	Cummimg et al. (2011)
Colômbia	33	Banco	Banco	Banco	Outros	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Congo	3				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Coreia do Sul	1 128			Mercado	Outros	Lei civil germânica	La Porta et al. (1998)
Costa do Marfim	1			Banco	Outros	Lei civil francesa	Djankov et al. (2007)
Costa Rica	8			Banco	Outros	Lei civil francesa	Djankov et al. (2007)
Croácia	21			Banco	Outros	Lei civil germânica	Djankov et al. (2007)
Dinamarca	147	Mercado	Banco	Banco	Continental	Lei civil escandinava	La Porta et al. (1998)
Egipto	51	Banco	Banco	Banco	Outros	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
El Salvador	7			Banco	Outros	Lei civil francesa	Djankov et al. (2007)
Emiratos Árabes Unidos	193			Banco	Outros	Lei comum	Djankov et al. (2007)
Equador	5	Banco	Banco	Banco	Outros	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Eslováquia	27			Banco	Outros	Lei civil germânica	Djankov et al. (2007)
Eslovénia	14			Banco	Outros	Lei civil germânica	Djankov et al. (2007)
Espanha	1 934	Banco	Mercado	Mercado	Continental	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Estónia	9			Banco	Outros	Lei civil germânica	Cummimg et al. (2011)
EUA	52 404	Mercado	Mercado	Mercado	Anglo-saxónico	Lei comum	La Porta et al. (1998)
Filipinas	191	Mercado	Banco	Banco	Outros	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Finlândia	186	Banco	Mercado	Mercado	Continental	Lei civil escandinava	La Porta et al. (1998)
França	2 813	Banco	Mercado	Mercado	Continental	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Gabão	6				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Gana	26	Mercado	Banco	Banco	Outros	Lei comum	Djankov et al. (2007)
Grécia	207	Banco	Banco	Banco	Continental	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Guatemala	14				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Guiné	3				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Holanda	1 169	Mercado	Mercado	Mercado	Continental	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)

Anexo I – Classificação dos Países por Tipo de Sistema (continuação)

Países	N	Sistema Financeiro Tipo I	Sistema Financeiro Tipo II	Sistema Financeiro Tipo III	Sistema *Governance*	Sistema Legal	
						Origem Legal	Fonte
Honduras	5	Banco	Banco	Banco	Outros	Lei civil francesa	Djankov et al. (2007)
Hong Kong	1 211			Mercado	Outros	Lei comum	La Porta et al. (1998)
Hungria	84			Banco	Outros	Lei civil germânica	Djankov et al. (2007)
Ilhas Caimão	90				Outros	Lei comum	Cummimg et al. (2011)
Ilhas Virgens	60				Outros	Lei comum	Cummimg et al. (2011)
Índia	617	Banco	Mercado	Mercado	Outros	Lei comum	La Porta et al. (1998)
Indonésia	244			Mercado	Outros	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Irão	19				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Irlanda	185	Mercado	Banco	Banco	Anglo-saxónico	Lei comum	La Porta et al. (1998)
Islândia	31			Banco	Continental	Lei civil escandinava	Cummimg et al. (2011)
Israel	26	Mercado	Mercado	Mercado	Outros	Lei comum	La Porta et al. (1998)
Itália	988	Banco	Banco	Banco	Continental	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Jamaica	6	Mercado	Banco	Banco	Outros	Lei comum	Djankov et al. (2007)
Japão	1 355	Mercado	Mercado	Mercado	Continental	Lei civil germânica	La Porta et al. (1998)
Jordânia	6			Mercado	Outros	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Kuwait	33			Mercado	Outros	Lei civil francesa	Djankov et al. (2007)
Letónia	2			Banco	Outros	Lei civil germânica	Djankov et al. (2007)
Libéria	32				Outros	Lei comum	Cummimg et al. (2011)
Lituânia	1			Banco	Outros	Lei civil francesa	Djankov et al. (2007)
Luxemburgo	180			Banco	Continental	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Macau	7				Outros	Lei civil germânica	Cummimg et al. (2011)
Madagascar	1				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Malásia	231	Mercado	Mercado	Mercado	Outros	Lei comum	La Porta et al. (1998)
Mali	7				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Malta	6			Banco	Continental	Lei comum	Cummimg et al. (2011)
Marrocos	2			Banco	Outros	Lei civil francesa	Djankov et al. (2007)
Maurícias	4			Banco	Outros	Lei comum	Cummimg et al. (2011)
Mauritânia	4				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
México	446	Mercado	Mercado	Mercado	Outros	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Moçambique	1				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Mónaco	4			Banco	Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Mongólia	2			Banco	Outros	Lei socialista	Djankov et al. (2007)
Nicarágua	2				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Nigéria	14			Banco	Outros	Lei comum	La Porta et al. (1998)
Noruega	228	Banco	Mercado	Mercado	Continental	Lei civil escandinava	La Porta et al. (1998)
Nova Zelândia	152	Mercado	Banco	Banco	Anglo-saxónico	Lei comum	La Porta et al. (1998)
Omã	40			Banco	Outros	Lei civil francesa	Djankov et al. (2007)
Panamá	57	Banco	Banco	Banco	Outros	Lei civil francesa	Djankov et al. (2007)
Paquistão	2	Banco	Mercado	Mercado	Outros	Lei comum	La Porta et al. (1998)
Paraguai	1			Banco	Outros	Lei civil francesa	Djankov et al. (2007)
Perú	50	Mercado	Banco	Banco	Outros	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Polónia	125			Banco	Outros	Lei civil germânica	Djankov et al. (2007)
Portugal	151	Banco	Banco	Banco	Continental	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Quénia	4	Banco	Banco	Banco	Outros	Lei comum	La Porta et al. (1998)
Reino Unido	3 984	Mercado	Mercado	Mercado	Anglo-saxónico	Lei comum	La Porta et al. (1998)
República Checa	78			Banco	Outros	Lei civil germânica	Djankov et al. (2007)
República Dominicana	12				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Roménia	51			Banco	Outros	Lei civil francesa	Djankov et al. (2007)
Rússia	431			Mercado	Outros	Lei socialista	Djankov et al. (2007)
Senegal	1				Outros	Lei civil francesa	Cummimg et al. (2011)
Sérvia	5			Banco	Outros	Lei civil germânica	Djankov et al. (2007)
Singapura	669			Mercado	Outros	Lei comum	La Porta et al. (1998)
Sri Lanka	2	Banco	Banco	Banco	Outros	Lei comum	La Porta et al. (1998)
Suécia	431	Mercado	Mercado	Mercado	Continental	Lei civil escandinava	La Porta et al. (1998)
Suíça	409	Mercado	Mercado	Mercado	Continental	Lei civil germânica	La Porta et al. (1998)
Tailândia	223	Mercado	Mercado	Mercado	Outros	Lei comum	La Porta et al. (1998)
Taiwan	3 746	Mercado	Mercado	Mercado	Outros	Lei civil germânica	La Porta et al. (1998)
Tanzânia	3			Banco	Outros	Lei comum	Djankov et al. (2007)
Trinidad e Tobago	7	Banco	Banco	Banco	Outros	Lei comum	Cummimg et al. (2011)
Tunísia	7	Banco	Banco	Banco	Outros	Lei civil francesa	Djankov et al. (2007)
Turquia	114	Mercado	Mercado	Mercado	Outros	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Ucrânia	45			Banco	Outros	Lei socialista	Djankov et al. (2007)
Uruguai	10			Banco	Outros	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Uzebequistão	7				Outros	Lei socialista	Cummimg et al. (2011)
Venezuela	33			Banco	Outros	Lei civil francesa	La Porta et al. (1998)
Vietnam	3			Banco	Outros	Lei civil francesa	Djankov et al. (2007)
Yemen	1				Outros	Lei comum	Cummimg et al. (2011)
Zâmbia	7			Banco	Outros	Lei comum	Djankov et al. (2007)

Anexo II: Condições dos Empréstimos por Grupos de Países, por Quartis

Esta tabela fornece os valores médios de cada uma das variáveis relativas às principais condições de financiamento por grupos de países. «*Spread*» é o custo médio dos empréstimos acima do indexante em pontos base e corresponde à variável «*all-in-spread drawn*» da base de dados Dealscan. «Montante» é montante médio dos empréstimos expresso em milhões de dólares. «Maturidade» é o prazo médio dos empréstimos em meses. «Colateral» é a percentagem de empréstimos por país que está garantido por colateral. «*Covenants*» é a percentagem de empréstimos por país que têm restrições (cláusula restritiva) de alguma espécie. «Sénior» é a percentagem de empréstimos que são considerados séniores (isto é, não subordinados). «*Rating*» apresenta o *rating* médio por país. «*Investment Grade*», «*Junk Grade*» e «*Sem Rating*» são, respetivamente, a percentagem, para cada país, de empréstimos que beneficiam de *rating* igual a BBB ou superior, que têm *rating* inferior a BBB e que não têm *rating* atribuído. Inclui ainda o número médio credores e de bancos líderes por país. No Painel A são apresentados os dados para os países classificados como possuindo sistema financeiro baseado nos bancos ou sistema financeiro baseado no mercado. Os países foram classificados como baseados no mercado, quando o indicador Estrutura-Agregada tem um valor superior ao terceiro quartil ou baseado nos bancos se apresentar valor inferior ao terceiro quartil. Apresentam-se ainda testes às diferenças: o *teste t* procura testar a hipótese nula de médias iguais entre dois grupos da amostra; o *Wilcoxon/Mann-Whitney* é um teste às semelhanças da distribuição de dois grupos, sendo a hipótese nula constituída pela igualdade dos grupos da amostra em tendência central. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

Painel A - Tipo de Sistema Financeiro

Painel A.1 - Classificação de Levine - 3.º quartil

Países	N	Spread	Montante	Maturidade	Colateral	Covenant	Sénior	*Rating*	Investment	Junk	Sem *Rating*	Credores	Credores Líderes
Baseados nos bancos	12 178	223,3	389,0	78,3	0,42	0,04	0,96	BB+	0,09	0,09	0,82	12,5	6,6
Baseados no mercado	67 036	249,2	247,6	51,4	0,39	0,31	0,99	BB-	0,12	0,23	0,65	7,8	3,2
teste t		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
Wilcoxon/Mann-Whitney		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***

Painel A.2 - Classificação de Levine atual - 3.º quartil

Países	N	Spread	Montante	Maturidade	Colateral	Covenant	Sénior	*Rating*	Investment	Junk	Sem *Rating*	Credores	Credores Líderes
Baseados nos bancos	13 626	202,5	370,9	72,6	0,37	0,03	0,96	BB+	0,11	0,09	0,79	11,8	6,1
Baseados no mercado	65 588	254,1	248,2	52,0	0,40	0,32	0,99	BB-	0,11	0,23	0,66	7,8	3,2
teste t		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
Wilcoxon/Mann-Whitney		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***

Painel A.3 - Cálculos do autor - 3.º quartil

Países	N	Spread	Montante	Maturidade	Colateral	Covenant	Sénior	*Rating*	Investment	Junk	Sem *Rating*	Credores	Credores Líderes
Baseados nos bancos	15 580	203,3	359,8	72,5	0,37	0,04	0,96	BB+	0,11	0,09	0,80	11,8	6,1
Baseados no mercado	69 150	248,3	248,0	52,2	0,39	0,31	0,99	BB-	0,11	0,23	0,67	8,1	3,4
teste t		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
Wilcoxon/Mann-Whitney		***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***

Anexo III: Estatística Descritiva e Teste às Médias por Tipo de Sistema

Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas relativas às variáveis utilizadas. O Painel A apresenta o teste às médias por tipo de sistema, que testa as diferenças entre grupos de cada um dos tipos de sistema em que os países são classificados. É apresentado o *teste t* para testar a hipótese nula de médias iguais entre dois grupos da amostra, considerando que segue uma distribuição normal. A variável «*rating*» refere-se à notação de risco de crédito associado a cada empréstimo, sendo que para esta variável apenas são apresentados valores relativos aos mutuários com classificação de risco atribuída. As restantes variáveis encontram-se definidas no Apêndice. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais. O Painel B apresenta o *spread* cobrado aos mutuários em função da classificação do país do mutuário (sistema financeiro, com a classificação tipo III; nível de desenvolvimento financeiro; sistema de governo da empresa; tipo de sistema legal) e do seu nível de risco (*Investment Grade*, empresas com uma notação de *rating* BBB ou superior; *Junk Grade*, empresas com uma notação de *rating* BB ou inferior; *Sem Rating*, empresas sem notação de *rating* atribuída). As notações de *rating* atribuídas são agrupadas da seguinte forma: as notações "D", "C", "CC-", "CC", "CC+", "CCC-", "CCC" e "CCC+" são agrupadas na classificação «14Less Than B», à notação "B-" corresponde a classificação «13B3», à notação "B" corresponde a classificação «12B2», à notação "B+" corresponde a classificação «11B1», à notação "BB-" corresponde a classificação «10BB3», à notação "BB" corresponde a classificação «09BB2», à notação "BB+" corresponde a classificação «08BB1», à notação "BBB-" corresponde a classificação «07BBB3», à notação "BBB" corresponde a classificação «06BBB2», à notação "BBB+" corresponde a classificação «05BBB1», à notação "A-" corresponde a classificação «04A3», à notação "A" corresponde a classificação «03A2», à notação "A+" corresponde a classificação «02A1», as notações "AA-", "AA", "AA+" e "AAA" corresponde a classificação «01AA».

Painel A: Estatísticas descritiva

Variáveis	**N**	**Mínimo**	**Máximo**	**Média**	**Desvio-Padrão**	**Sistema financeiro**		**Sistema de Governance**		**Sistema Legal**				
						Mercado	**Banco**	**Anglo-saxónico**	**Conti-nental**	**Lei Comum**	**Lei Civil Francesa**	**Lei Civil Germânica**	**Lei Civil Escandinava**	**Lei Socialista**
N (número de observações)						78 392	6 338	60 321	12 561	64 229	9 827	9 596	1 023	545
Spread	85 220	-700,00	4 645,00	239,77	174,93	241,64	218,22 ***	262,87	206,50 ***	257,19 ***	216,80 ***	147,94 ***	213,66 ***	266,28 ***
Montante	85 220	0,01	32 371,57	268,73	707,12	256,38	410,52 ***	253,80	412,20 ***	254,95 ***	354,81 ***	249,36 ***	372,87 ***	486,28 ***
Maturidade	85 220	0,00	725,00	55,95	36,70	54,36	74,18 ***	50,89	73,35 ***	51,83 ***	76,18 ***	61,44 ***	73,19 ***	47,02 ***
Governo Proprietário	85 220	0,00	1,00	0,01	0,08	0,00	0,05 ***	0,00	0,01 **	0,00 ***	0,02 ***	0,01	0,02 ***	0,16 ***
Bancos do País	85 178	0,00	1,00	0,67	0,35	0,66	0,32 ***	0,72	0,47 ***	0,69 ***	0,40 ***	0,53 ***	0,18 ***	0,08 ***
Rating	26 180	D	AAA	BB	-	BB	BB+ ***	BB-	BBB- ***	BB- ***	BB+ ***	BBB- ***	BB+ ***	BB ***
Comissões	85 220	0,00	1,00	0,08	0,26	0,08	0,01 ***	0,10	0,01 ***	0,10 ***	0,01 ***	0,01 ***	0,00 ***	0,00 ***
Mesma Moeda País	85 220	0,00	1,00	0,87	0,34	0,89	0,58 ***	0,95	0,84 ***	0,92 ***	0,71 ***	0,75 ***	0,43 ***	0,00 ***
Empréstimos Anteriores	85 220	0,00	1,00	0,41	0,49	0,41	0,31 ***	0,43	0,35 ***	0,42 ***	0,30 ***	0,40	0,31 ***	0,50 ***
Sponsors	85 220	0,00	1,00	0,25	0,43	0,24	0,33 ***	0,26	0,41 ***	0,24 ***	0,35 ***	0,16 ***	0,42 ***	0,01 ***
Número Membros do Sindicato	85 220	0,00	144,00	8,77	8,62	8,50	11,88 ***	7,18	12,27 ***	7,60 ***	12,28 ***	12,43 ***	11,06 ***	13,79 ***
Líderes do País	85 220	0,00	1,00	0,65	0,38	0,68	0,29 ***	0,75	0,48 ***	0,72 ***	0,40 ***	0,55 ***	0,18 ***	0,07 ***
Libor	85 220	0,00	1,00	0,13	0,33	1,09	1,55 ***	1,01	1,75 ***	1,01 ***	1,64 ***	1,47 ***	1,55 ***	1,06 ***
Rating País	85 220	D	AAA	AA+	-	AA+	A+ ***	AAA	AA+ ***	AAA ***	AA- ***	AA- ***	AAA ***	BBB- ***

Anexo III – Estatística Descritiva e Teste às Médias por Tipo de Sistema (Continuação)

Painel A: Estatísticas descritiva

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão	Sistema financeiro		Sistema de Governance		Sistema Legal				
						Mercado	Banco	Anglo-saxónico	Conti-nental	Lei Comum	Lei Civil Francesa	Lei Civil Germânica	Lei Civil Escandinava	Lei Socialista
Objetivo "Acquisition Line"	85 220	0,00	1,00	0,06	0,24	0,07	0,03 ***	0,08	0,03 ***	0,07 ***	0,04 ***	0,02 ***	0,03 ***	0,02 ***
Objetivo "Capital expenditure"	85 220	0,00	1,00	0,02	0,14	0,02	0,03 ***	0,01	0,01	0,01 ***	0,01 ***	0,08 ***	0,00 ***	0,02
Objetivo "Corporate Purposes"	85 220	0,00	1,00	0,33	0,47	0,35	0,19 ***	0,39	0,17 ***	0,38 ***	0,22 ***	0,15 ***	0,16 ***	0,35
Objetivo "CP Backup"	85 220	0,00	1,00	0,02	0,15	0,02	0,00 ***	0,03	0,01 ***	0,03 ***	0,00 ***	0,00 ***	0,01 ***	0,00 ***
Objetivo "Debt Repay"	85 220	0,00	1,00	0,11	0,32	0,11	0,15 ***	0,07	0,17 ***	0,08 ***	0,14 ***	0,29 ***	0,21 ***	0,11
Objetivo "LBO"	85 220	0,00	1,00	0,11	0,32	0,11	0,21 ***	0,10	0,28 ***	0,09 ***	0,23 ***	0,11 **	0,29 ***	0,00 ***
Objetivo "Project Finance"	85 220	0,00	1,00	0,04	0,19	0,03	0,10 ***	0,02	0,06 ***	0,02 ***	0,10 ***	0,05 ***	0,02 **	0,12 ***
Objetivo "Real State"	85 220	0,00	1,00	0,04	0,20	0,04	0,01 ***	0,04	0,02 ***	0,04 ***	0,01 ***	0,06 ***	0,01 ***	0,00 ***
Objetivo "Takeover"	85 220	0,00	1,00	0,05	0,21	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05 ***	0,06 ***	0,02 ***	0,05	0,05
Objetivo "Working Capital"	85 220	0,00	1,00	0,11	0,31	0,12	0,04 ***	0,13	0,02 ***	0,13 ***	0,02 ***	0,10 ***	0,01 ***	0,02 ***
Objetivo "Ship air"	85 220	0,00	1,00	0,01	0,09	0,01	0,04 ***	0,00	0,01 ***	0,00 ***	0,02 ***	0,03 ***	0,02 ***	0,02 **
Segmento "Investment Grade"	85 220	0,00	1,00	0,13	0,33	0,14	0,01 ***	0,18	0,00 ***	0,17 ***	0,00 ***	0,00 ***	0,00 ***	0,00 ***
Segmento "Non-Invest. Grade"	85 220	0,00	1,00	0,45	0,50	0,48	0,01 ***	0,63	0,00 ***	0,59 ***	0,00 ***	0,00 ***	0,00 ***	0,00 ***
Segmento "High Leveraged"	85 220	0,00	1,00	0,25	0,43	0,27	0,00 ***	0,35	0,00 ***	0,33 ***	0,00 ***	0,00 ***	0,00 ***	0,00 ***
Segmento "Leveraged"	85 220	0,00	1,00	0,51	0,50	0,52	0,40 ***	0,60	0,54 ***	0,57 ***	0,46 ***	0,17 ***	0,54 **	0,00 ***
Segmento "Institutional"	85 220	0,00	1,00	0,16	0,37	0,16	0,17	0,18	0,20 ***	0,17 ***	0,18 ***	0,07 ***	0,21 ***	0,01 ***
Segmento "Asset Based"	85 220	0,00	1,00	0,04	0,20	0,05	0,00 ***	0,06	0,00 ***	0,06 ***	0,01 ***	0,00 ***	0,00 ***	0,01 ***
Segmento "M&A"	85 220	0,00	1,00	0,24	0,42	0,23	0,30 ***	0,24	0,39 ***	0,23 ***	0,35 ***	0,16 ***	0,40 ***	0,07 ***
Tipo "364-Day-Facility"	85 220	0,00	1,00	0,05	0,22	0,05	0,03 ***	0,06	0,04 ***	0,06 ***	0,02 ***	0,03 ***	0,04	0,04
Tipo "Bridge"	85 220	0,00	1,00	0,04	0,18	0,03	0,07 ***	0,03	0,07 ***	0,03 ***	0,08 ***	0,03 ***	0,07 ***	0,12 ***
Tipo "Revolver Line"	85 220	0,00	1,00	0,41	0,49	0,42	0,24 ***	0,49	0,27 ***	0,47 ***	0,23 ***	0,23 ***	0,40	0,06 ***
Tipo "Term Loan"	85 220	0,00	1,00	0,26	0,44	0,25	0,37 ***	0,17	0,29 ***	0,20 ***	0,35 ***	0,50 ***	0,18 ***	0,77 ***
Tipo "Term Loan A"	85 220	0,00	1,00	0,07	0,25	0,07	0,08 ***	0,07	0,10 ***	0,07 ***	0,09 ***	0,03 ***	0,08 **	0,01 ***
Tipo "Term Loan B-C-D"	85 220	0,00	1,00	0,12	0,32	0,12	0,13 ***	0,13	0,16 ***	0,13 ***	0,14 ***	0,06 ***	0,16 ***	0,01 ***
Colateral	85 220	0,00	1,00	0,39	0,49	0,39	0,40 ***	0,39	0,40	0,39	0,39	0,37 ***	0,39	0,59 ***
Fiador	85 220	0,00	1,00	0,10	0,29	0,09	0,11 ***	0,08	0,03 ***	0,09 ***	0,04 ***	0,18 ***	0,05 ***	0,11
Senioridade	85 220	0,00	1,00	0,98	0,12	0,99	0,95 ***	0,99	0,96 ***	0,99 ***	0,97 ***	0,97 ***	0,94 ***	1,00 **
Covenants	85 220	0,00	1,00	0,26	0,44	0,28	0,06 ***	0,32	0,03 ***	0,32 ***	0,04 ***	0,17 ***	0,04 ***	0,01 ***

Anexo III – Estatística Descritiva e Teste às Médias por Tipo de Sistema (Continuação)

Painel B: *Spread* por notação de risco de crédito

Notação de Risco	Amostra Total		Baseado nos Bancos		Baseado no Mercado		Anglo-Saxónico		Continental		Outros		Menos desen-volvido		Mais desen-volvido		Lei Comum		Lei Civil Francesa		Lei Civil Germânica		Lei Civil Escandinava		Lei Socialista	
	Spread	N	*Spread*	N	*Spread*	N	*Spread*	N	*Spread*	N	*Spread*	N	*Spread*	N	*Spread*	N	*Spread*	N	*Spread*	N	*Spread*	N	*Spread*	N	*Spread*	N
Investment Grade	**87,6**	**9 125**	**86,7**	**521**	**87,8**	**8 576**	**90,4**	**7 048**	**67,9**	**1 518**	**106,0**	**559**	**89,8**	**2 921**	**86,7**	**6 166**	**90,7**	**7 275**	**86,6**	**896**	**61,6**	**777**	**66,2**	**140**	**146,8**	**37**
01AA	50,8	544	71,1	71	47,7	473	49,3	352	31,7	135	105,0	57	57,6	214	45,1	327	54,9	399	51,2	65	30,8	68	25,4	12		0
02A1	48,4	535	45,9	39	48,7	490	46,2	356	48,1	149	75,0	30	57,7	206	42,7	323	47,9	381	69,7	68	34,0	83	21,5	3		0
03A2	52,7	997	79,2	61	51,0	936	49,0	732	54,6	238	137,4	27	70,3	341	43,5	655	49,2	738	66,0	93	64,5	151	24,3	15		0
04A3	62,4	1 195	76,6	86	61,3	1 107	61,7	822	57,5	300	89,6	73	67,6	477	58,9	716	61,7	857	82,4	128	54,5	175	38,7	34	285,0	1
05BBB1	84,7	1 612	69,6	81	85,5	1 523	84,1	1 271	88,3	281	80,0	60	97,0	615	77,0	989	84,0	1 279	95,6	180	68,8	120	108,7	28	109,0	5
06BBB2	100,7	2 199	106,6	109	100,6	2 080	103,2	1 826	85,0	244	96,3	129	110,0	626	97,3	1 563	103,0	1 873	87,3	212	78,6	73	92,6	36	190,0	5
07BBB3	127,8	2 043	130,5	74	127,7	1 967	131,3	1 689	92,5	171	128,6	183	121,0	442	130,0	1 593	131,5	1 748	114,1	150	90,6	107	70,6	12	140,5	26
Junk Grade	**305,9**	**17 055**	**310,5**	**750**	**306,1**	**16 238**	**311,7**	**15 266**	**274,9**	**1 129**	**226,1**	**660**	**277,5**	**2 752**	**312,0**	**14 226**	**310,6**	**15 409**	**259,6**	**835**	**272,6**	**514**	**268,7**	**112**	**243,5**	**185**
08BB1	180,9	1 163	219,7	76	178,3	1 084	186,9	886	168,1	166	152,0	111	184,2	332	179,7	828	186,2	910	156,8	115	172,5	99	126,3	4	151,2	35
09BB2	213,0	1 449	259,7	76	210,4	1 369	216,2	1 192	217,7	89	187,5	168	219,9	368	211,7	1 069	214,1	1 222	204,3	91	190,8	78	136,8	11	254,8	47
10BB3	256,0	2 408	258,3	101	256,9	2 284	260,8	2 123	240,3	154	197,5	131	241,4	507	261,1	1 878	259,4	2 159	236,2	140	230,5	62	221,2	13	183,5	34
11B1	303,4	3 566	341,6	202	301,0	3 355	303,0	3 183	309,0	268	301,8	115	312,0	602	301,6	2 954	302,8	3 193	303,0	224	329,0	78	331,9	35	281,0	36
12B2	334,1	3 488	363,5	178	332,8	3 301	333,8	3 188	349,1	232	300,6	68	340,5	417	333,5	3 062	333,5	3 207	317,0	120	360,5	124	385,0	21	324,4	16
13B3	335,9	2 318	352,7	43	335,9	2 269	338,7	2 192	284,6	99	299,5	27	307,6	255	339,7	2 057	338,3	2 199	250,4	64	346,7	33	266,7	9	369,6	13
14Less Than B	396,5	2 663	290,0	74	400,6	2 576	403,7	2 502	281,7	121	293,5	40	335,3	271	404,7	2 378	402,6	2 519	311,0	81	300,9	40	163,7	19	358,8	4
No Rating	**244,2**	**59 040**	**219,8**	**5 067**	**246,7**	**53 578**	**275,2**	**38 007**	**219,9**	**9 914**	**159,5**	**11 119**	**219,2**	**21 282**	**276,0**	**33 632**	**266,6**	**41 545**	**226,8**	**8 096**	**148,3**	**8 305**	**232,4**	**771**	**293,0**	**323**
Total	**239,8**	**85 220**	**219,6**	**6 338**	**241,6**	**78 392**	**262,9**	**60 321**	**206,5**	**12 561**	**160,7**	**12 338**	**211,1**	**26 955**	**263,9**	**54 024**	**257,2**	**64 229**	**216,8**	**9 827**	**147,9**	**9 596**	**213,7**	**1 023**	**266,3**	**545**

Anexo IV: Matriz de Correlações

Matriz de coeficientes de correlação, seguindo a estatística *Kendall tau b*, entre as diferentes variáveis utilizadas no estudo.

	Variável	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.	15.	16.	17.	18.	19.	20.	21.	22.	23.	24.	25.	26.	27.	28.	29.	30.	31.	32.	33.	34.	35.
1.	Estrutura-Agregada	1,00																																		
2.	*Sponsors*	-0,05	1,00																																	
3.	Governo Proprietário	-0,15	-0,02	1,00																																
4.	Montante	-0,17	-0,09	0,08	1,00																															
5.	Maturidade	-0,02	0,23	0,04	-0,03	1,00																														
6.	Mesma Moeda País	0,46	-0,03	0,00	-0,03	-0,03	1,00																													
7.	Comissões	0,37	-0,17	-0,06	0,09	-0,19	0,25	1,00																												
8.	Empréstimos Anteriores	0,05	-0,08	0,04	0,03	-0,09	0,02	0,12	1,00																											
9.	Número Membros do Sindicato	-0,16	-0,15	0,03	0,34	-0,01	-0,05	0,06	0,04	1,00																										
10.	Líderes do País	0,40	-0,05	-0,10	-0,23	-0,04	0,33	0,20	0,00	-0,26	1,00																									
11.	Bancos do País	0,14	-0,13	-0,02	0,17	0,00	0,23	0,18	0,06	0,61	0,11	1,00																								
12.	*Rating* País	0,35	0,07	-0,26	-0,02	0,00	0,20	0,15	0,03	-0,02	0,17	0,12	1,00																							
13.	LOG(PIB)	0,57	0,02	-0,10	-0,07	0,09	0,38	0,11	-0,05	-0,14	0,30	0,11	0,19	1,00																						
14.	Vendas	-0,18	-0,20	0,10	0,42	-0,16	-0,04	0,15	0,11	0,23	-0,19	0,08	-0,12	-0,16	1,00																					
15.	*Market-to-book*	0,21	-0,02	-0,06	0,01	-0,02	0,11	0,21	0,01	-0,03	0,10	0,04	0,11	0,07	-0,01	1,00																				
16.	Tangibilidade	-0,12	-0,07	0,06	-0,01	-0,03	-0,09	-0,03	0,05	0,02	-0,06	-0,02	-0,04	-0,14	0,04	-0,06	1,00																			
17.	ROA	0,15	-0,08	-0,02	0,04	-0,01	0,01	0,17	-0,04	0,02	0,08	0,07	0,06	0,09	0,02	0,35	-0,01	1,00																		
18.	Endividamento	-0,01	0,09	0,03	-0,06	0,05	0,06	-0,08	0,03	-0,03	-0,04	-0,03	-0,07	-0,01	-0,06	-0,04	0,13	-0,13	1,00																	
19.	Fiador	0,06	0,04	0,00	-0,06	0,04	-0,01	-0,02	-0,02	-0,06	0,04	-0,05	0,03	0,06	-0,08	0,00	-0,06	0,00	-0,02	1,00																
20.	*Covenants*	0,41	0,01	-0,08	-0,15	0,08	0,20	0,13	0,01	-0,04	0,25	0,14	0,21	0,30	-0,22	0,06	-0,09	0,04	0,00	0,25	1,00															
21.	Senioridade	0,07	-0,17	0,01	0,02	-0,03	0,02	0,04	0,08	0,05	0,03	0,07	0,05	0,04	0,04	-0,01	0,01	0,00	-0,01	0,01	0,05	1,00														
22.	Colateral	0,11	0,30	0,00	-0,22	0,25	0,04	-0,31	-0,07	-0,17	0,06	-0,08	0,09	0,15	-0,29	-0,07	-0,06	-0,13	0,12	0,12	0,27	-0,06	1,00													
23.	*Spread*	0,08	0,27	-0,02	-0,24	0,14	-0,02	-0,34	-0,15	-0,19	0,03	-0,13	0,00	0,19	-0,33	-0,17	-0,04	-0,17	0,14	0,08	0,18	-0,07	0,44	1,00												
24.	Libor	0,62	0,03	-0,20	-0,14	-0,02	0,06	0,28	0,00	-0,14	0,27	0,03	0,26	0,41	-0,17	0,14	-0,06	0,13	-0,03	0,08	0,33	0,03	0,13	0,13	1,00											
25.	Anglo-Saxónico	0,77	0,03	-0,18	-0,20	-0,01	0,37	0,32	0,02	-0,19	0,38	0,08	0,45	0,50	-0,24	0,18	-0,03	0,13	-0,02	0,07	0,39	0,03	0,15	0,15	0,66	1,00										
26.	Continental	-0,74	-0,02	0,18	0,22	-0,01	-0,29	-0,30	-0,02	0,20	-0,34	-0,04	-0,33	-0,47	0,24	-0,17	0,00	-0,15	0,02	-0,07	-0,37	-0,01	-0,15	-0,18	-0,68	-0,95	1,00									
27.	Lei Comum	0,76	0,02	-0,19	-0,20	0,00	0,35	0,32	0,02	-0,19	0,37	0,08	0,43	0,50	-0,24	0,18	-0,03	0,13	-0,02	0,07	0,39	0,02	0,15	0,15	0,67	0,99	-0,96	1,00								
28.	Lei Civil Francesa	-0,44	0,02	0,27	0,11	0,06	-0,13	-0,20	-0,01	0,14	-0,25	-0,02	-0,30	-0,31	0,12	-0,08	-0,02	-0,08	0,04	-0,02	-0,21	0,02	-0,05	-0,02	-0,43	-0,58	0,54	-0,58	1,00							
29.	Lei Civil Germânica	-0,54	-0,03	-0,03	0,14	-0,07	-0,21	-0,19	0,00	0,09	-0,19	-0,02	-0,28	-0,27	0,23	-0,15	0,03	-0,11	0,00	-0,06	-0,26	-0,05	-0,12	-0,15	-0,43	-0,65	0,66	-0,66	-0,10	1,00						
30.	Lei Civil Escandinava	-0,16	-0,04	0,06	0,05	0,04	-0,26	-0,10	-0,05	0,08	-0,16	-0,12	-0,01	-0,21	-0,03	-0,04	0,03	0,02	-0,02	-0,02	-0,13	0,01	-0,07	-0,08	-0,17	-0,29	0,31	-0,30	-0,04	-0,05	1,00					
31.	Lei Socialista	-0,04	-0,01	0,07	0,02	0,02	-0,11	-0,03	0,03	0,01	-0,07	-0,07	-0,17	-0,05	0,00	-0,04	0,06	0,04	-0,02	-0,02	-0,04	0,00	-0,01	0,03	-0,02	-0,09	-0,02	-0,10	-0,01	-0,02	-0,01	1,00				
32.	*Rating* do Empréstimo	-0,08	-0,27	0,06	0,25	-0,22	0,01	0,34	0,06	0,16	-0,04	0,09	-0,05	-0,13	0,37	0,15	0,03	0,21	-0,18	-0,08	-0,23	0,03	-0,50	-0,63	-0,14	-0,12	0,14	-0,13	-0,01	0,16	0,04	-0,02	1,00			
33.	Desenvolvimento	-0,63	0,08	-0,14	0,12	0,00	-0,39	-0,29	-0,06	0,10	-0,29	-0,13	-0,01	-0,46	0,09	-0,13	0,06	-0,14	-0,01	-0,04	-0,30	-0,05	-0,08	-0,07	-0,41	-0,45	0,51	-0,46	0,17	0,40	0,12	0,06	0,07	1,00		
34.	Desenvolvimento Ortogonal	0,00	0,09	-0,15	-0,11	-0,02	-0,13	-0,01	-0,04	-0,13	0,04	-0,16	0,01	-0,02	-0,10	0,03	0,02	-0,03	0,02	0,07	0,03	-0,05	0,03	0,07	0,21	0,33	-0,30	0,33	-0,28	-0,05	-0,24	-0,10	-0,03	0,31	1,00	
35.	Finanças-Agregada	0,86	-0,04	-0,17	-0,14	-0,03	0,40	0,35	0,03	-0,14	0,37	0,11	0,37	0,56	-0,14	0,21	-0,14	0,13	-0,01	0,06	0,38	0,07	0,10	0,04	0,58	0,68	-0,64	0,68	-0,46	-0,38	-0,20	-0,10	-0,05	-0,49	0,14	1,00

Anexo V: Wald Test *para o Ano e para as Diferenças de* Rating

Esta tabela apresenta os resultados para o *Wald test* entre as variáveis «Ano» e para as variáveis «*Rating*», as quais mostram se os coeficientes são estatisticamente diferentes. Para testar se os coeficientes são diferentes em cada regressão é usado o *Wald test* para analisar a restrição do coeficiente com a hipótese nula: Ano 20XX = Ano 20YY (Painel 1); com a hipótese nula: Rating XXYYYY0 = Rating XXYYYY1 (Painel 2); Tipo XX = Tipo YY (Painel 3); Segmento XX = Segmento YY (Painel 4); Objetivo XX = Objetivo YY (Painel 5). Estes resultados estão relacionados com os resultados de cada um dos painéis da Tabela 2.5. Apenas testamos os coeficientes da amostra total. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

Painel 1: Análise "Ano"	**Painel A**	**Painel B**
	Todos	**Todos**
Ano 2006 vs 2007	1,3	1,6
Ano 2006 vs 2008	-16,2 ***	-16,4 ***
Ano 2007 vs 2008	-17,0 ***	-17,4 ***
Ano 2007 vs 2009	-49,4 ***	-49,9 ***
Ano 2008 vs 2009	-33,0 ***	-33,1 ***
Painel 2: Análise "Rating"	**Painel A**	**Painel B**
	Todos	**Todos**
Rating "06BBB2" vs "08BB1"	-6,1 ***	-7,0 ***
Rating "07BBB3" vs "08BB1"	0,4	-0,2
Rating "07BBB3" vs "09BB2"	-2,2 **	-2,0 **
Rating "07BBB3" vs "No"	-1,8 *	-1,3
Rating "08BB1" vs "No"	-1,7 *	-0,7
Rating "09BB2" vs "No"	1,3	1,4
Rating "10BB3" vs "No"	2,1 **	2,1 **
Rating "14LTB3" vs "No"	19,0 ***	19,1 ***
Painel 3: Análise "Tipo"	**Painel A**	**Painel B**
	Todos	**Todos**
Tipo "364-Day-Facility" vs Tipo "Bridge"	-121,9 ***	-123,2 ***
Tipo "364-Day-Facility" vs Tipo "Revolver Line"	5,1 ***	5,6 ***
Tipo "364-Day-Facility" vs Tipo "Term Loan"	-42,0 ***	-41,9 ***
Tipo "364-Day-Facility" vs Tipo "Term Loan A"	1,0	0,5
Tipo "364-Day-Facility" vs Tipo "Term Loan B-C-D"	27,6 ***	28,1 ***
Tipo "Bridge" vs Tipo "Revolver Line"	127,0 ***	128,7 ***
Tipo "Bridge" vs Tipo "Term Loan"	79,9 ***	81,3 ***
Tipo "Bridge" vs Tipo "Term Loan A"	122,8 ***	123,7 ***
Tipo "Bridge" vs Tipo "Term Loan B-C-D"	149,5 ***	151,3 ***
Tipo "Revolver Line" vs Tipo "Term Loan"	-47,1 ***	-47,4 ***
Tipo "Revolver Line" vs Tipo "Term Loan A"	-4,1 ***	-5,0 ***
Tipo "Revolver Line" vs Tipo "Term Loan B-C-D"	22,5 ***	22,5 ***
Tipo "Term Loan" vs Tipo "Term Loan A"	43,0 ***	42,4 ***
Tipo "Term Loan" vs Tipo "Term Loan B-C-D"	69,6 ***	70,0 ***
Tipo "Term Loan A" vs Tipo "Term Loan B-C-D"	26,6 ***	27,6 ***
Painel 4: Análise "Segmento"	**Painel A**	**Painel B**
	All	**All**
Segmento "Investment Grade" vs Segmento "Non-Invest. Grade'	-34,2 ***	-30,5 ***
Segmento "Investment Grade" vs Segmento "High Leveraged"	-188,8 ***	-190,8 ***
Segmento "Investment Grade" vs Segmento "Leveraged"	-129,4 ***	-139,1 ***
Segmento "Investment Grade" vs Segmento "Institutional"	-146,1 ***	-150,8 ***
Segmento "Investment Grade" vs Segmento "Asset Based"	-72,1 ***	-75,6 ***
Segmento "Investment Grade" vs Segmento "M&A"	-78,1 ***	-22,6 ***
Segmento "Non-Invest. Grade" vs Segmento "High Leveraged"	-154,6 ***	-160,4 ***
Segmento "Non-Invest. Grade" vs Segmento "Leveraged"	-95,2 ***	-108,6 ***
Segmento "Non-Invest. Grade" vs Segmento "Institutional"	-111,9 ***	-120,3 ***
Segmento "Non-Invest. Grade" vs Segmento "Asset Based"	-37,9 ***	-45,2 ***
Segmento "Non-Invest. Grade" vs Segmento "M&A"	-43,9 ***	-51,7 ***
Segmento "High Leveraged" vs Segmento "Leveraged"	59,4 ***	51,7 ***
Segmento "High Leveraged" vs Segmento "Institutional"	42,6 ***	40,1 ***
Segmento "High Leveraged" vs Segmento "Asset Based"	116,7 ***	115,2 ***
Segmento "High Leveraged" vs Segmento "M&A"	110,7 ***	108,7 ***
Segmento "Leveraged" vs Segmento "Institutional"	-16,7 ***	-11,7 ***
Segmento "Leveraged" vs Segmento "Asset Based"	57,3 ***	63,5 ***
Segmento "Leveraged" vs Segmento "M&A"	51,3 ***	57,0 ***
Segmento "Institutional" vs Segmento "Asset Based"	74,1 ***	75,1 ***
Segmento "Institutional" vs Segmento "M&A"	68,0 ***	68,6 ***
Segmento "Asset Based" vs Segmento "M&A"	-6,0 *	-6,5 *

Painel 5: Análise "Objetivo"	**Painel A**	**Painel B**
	Todos	**Todos**
Objetivo "Acquisition Line" vs Objetivo "Capital Expenditure"	18,7 ***	18,4 ***
Objetivo "Acquisition Line" vs Objetivo "Corporate Purposes"	-4,4	-5,0
Objetivo "Acquisition Line" vs Objetivo "CP Backup"	-14,3 ***	-14,6 ***
Objetivo "Acquisition Line" vs Objetivo "Debt Repay"	7,9 **	7,4 **
Objetivo "Acquisition Line" vs Objetivo "LBO"	-12,9 ***	-29,7 ***
Objetivo "Acquisition Line" vs Objetivo "Project Finance"	-17,3 ***	-20,0 ***
Objetivo "Acquisition Line" vs Objetivo "Real State"	-4,2	-3,5
Objetivo "Acquisition Line" vs Objetivo "Takeover"	7,1 ***	5,3 **
Objetivo "Acquisition Line" vs Objetivo "Working Capital"	-9,3 ***	-9,6 **
Objetivo "Acquisition Line" vs Objetivo "Ship Air"	55,0 ***	52,0 ***
Objetivo "Capital Expenditure" vs Objetivo "Corporate Purpose:	-23,2 ***	-23,5 ***
Objetivo "Capital Expenditure" vs Objetivo "CP Backup"	-33,1 ***	-33,0 ***
Objetivo "Capital Expenditure" vs Objetivo "Debt Repay"	-10,8 **	-11,1 **
Objetivo "Capital Expenditure" vs Objetivo "LBO"	-47,7 ***	-48,2 ***
Objetivo "Capital Expenditure" vs Objetivo "Project Finance"	-36,0 ***	-38,4 ***
Objetivo "Capital Expenditure" vs Objetivo "Real State"	-23,0 ***	-22,0 ***
Objetivo "Capital Expenditure" vs Objetivo "Takeover"	-11,7 **	-13,1 **
Objetivo "Capital Expenditure" vs Objetivo "Working Capital"	-28,1 ***	-28,1 ***
Objetivo "Capital Expenditure" vs Objetivo "Ship Air"	36,3 ***	5,5 ***
Objetivo "Corporate Purposes" vs Objetivo "CP Backup"	-9,9 ***	-6,5 ***
Objetivo "Corporate Purposes" vs Objetivo "Debt Repay"	12,3 ***	12,4 ***
Objetivo "Corporate Purposes" vs Objetivo "LBO"	-24,5 ***	-24,7 ***
Objetivo "Corporate Purposes" vs Objetivo "Project Finance"	-12,9 ***	-15,0 ***
Objetivo "Corporate Purposes" vs Objetivo "Real State"	0,2	1,5
Objetivo "Corporate Purposes" vs Objetivo "Takeover"	11,5 ***	10,3 ***
Objetivo "Corporate Purposes" vs Objetivo "Working Capital"	-4,9 ***	-4,6 ***
Objetivo "Corporate Purposes" vs Objetivo "Ship Air"	59,4 ***	57,0 ***
Objetivo "CP Backup" vs Objetivo "Debt Repay"	22,3 ***	21,9 ***
Objetivo "CP Backup" vs Objetivo "LBO"	-14,6 ***	-15,2 ***
Objetivo "CP Backup" vs Objetivo "Project Finance"	-2,9	-5,4
Objetivo "CP Backup" vs Objetivo "Real State"	10,1 ***	11,0 ***
Objetivo "CP Backup" vs Objetivo "Takeover"	21,4 ***	19,9 ***
Objetivo "CP Backup" vs Objetivo "Working Capital"	5,0 ***	4,9 ***
Objetivo "CP Backup" vs Objetivo "Ship Air"	69,3 ***	66,6 ***
Objetivo "Debt Repay" vs Objetivo "LBO"	-36,9 ***	-37,1 ***
Objetivo "Debt Repay" vs Objetivo "Project Finance"	-25,2 ***	-27,3 ***
Objetivo "Debt Repay" vs Objetivo "Real State"	-12,2 ***	-10,9 ***
Objetivo "Debt Repay" vs Objetivo "Takeover"	-0,9	-2,0
Objetivo "Debt Repay" vs Objetivo "Working Capital"	-17,3 ***	-17,0 ***
Objetivo "Debt Repay" vs Objetivo "Ship Air"	47,1 ***	44,6 ***
Objetivo "LBO" vs Objetivo "Project Finance"	11,7 **	9,8 **
Objetivo "LBO" vs Objetivo "Real State"	24,7 ***	26,2 ***
Objetivo "LBO" vs Objetivo "Takeover"	36,0 ***	35,1 ***
Objetivo "LBO" vs Objetivo "Working Capital"	19,6 ***	20,1 ***
Objetivo "LBO" vs Objetivo "Ship Air"	84,0 ***	81,8 ***
Objetivo "Project Finance" vs Objetivo "Real State"	13,0 ***	16,4 ***
Objetivo "Project Finance" vs Objetivo "Takeover"	5,2 ***	25,3 ***
Objetivo "Project Finance" vs Objetivo "Working Capital"	7,9 **	10,3 ***
Objetivo "Project Finance" vs Objetivo "Ship Air"	72,3 ***	72,0 ***
Objetivo "Real State" vs Objetivo "Takeover"	11,3 ***	8,9 **
Objetivo "Real State" vs Objetivo "Working Capital"	-5,1	-6,1 **
Objetivo "Real State" vs Objetivo "Ship Air"	59,2 ***	55,5 ***
Objetivo "Takeover" vs Objetivo "Working Capital"	-16,4 ***	-15,0 ***
Objetivo "Takeover" vs Objetivo "Ship Air"	47,9 ***	46,7 ***
Objetivo "Working Capital" vs Objetivo "Ship Air"	64,3 ***	61,6 ***

Anexo VI: Desenvolvimento Financeiro, por Tipo de Sistema Financeiro

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan, enquanto os dados relativos ao sistema financeiro dos países foram obtidos na Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grad*e", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de *rating* atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, é utilizada (i) as «Finanças-Agregada», que é um indicador do nível de desenvolvimento financeiro do país, que consiste no primeiro componente principal dos indicadores de desenvolvimento da atividade, dimensão e eficiência dos países; (ii) a «Estrutura-Agregada», indicador do tipo de sistema financeiro do país e que consiste no primeiro componente principal que resulta da agregação dos componentes de Estrutura-Atividade, Estrutura-Dimensão e Estrutura-Eficiência. Painel A mostra os resultados para todos os empréstimos da amostra. Painel B mostra os resultados apenas para a subamostra de empréstimos de países orientados para o mercado. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

	Painel A				**Painel B**			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-63,0 ***	155,1 ***	349,8 ***	-27,4	-249,6 ***	77,9 *	175,5	-201,4 ***
Estrutura-Agregada	59,8 ***	32,4 ***	22,6 **	70,0 ***	94,3 ***	48,8 ***	127,5 ***	98,7 ***
Finanças-Agregada	-82,5 ***	-38,5 ***	-9,8	-89,0 ***	-82,8 ***	-39,4 ***	-24,8 *	-90,2 ***
Sponsors	25,4 ***	11,3	2,8	33,0 ***	23,3 ***	16,9 *	2,6	31,4 ***
Governo Proprietário	-40,0 ***	-0,4	-33,7 **	-39,7 ***	-56,4 ***	-16,3 **	-18,5	-60,8 ***
Log(Montante)	-8,8 ***	-5,4 ***	-12,6 ***	-6,3 ***	-8,8 ***	-5,7 ***	-12,9 ***	-6,2 ***
Maturidade	0,1 ***	0,0	-0,1	0,1 ***	0,1 ***	0,0	-0,2 **	0,1 ***
Mesma Moeda País	-5,2 **	3,0	0,1	-5,2 **	-10,1 ***	0,7	-5,9	-10,0 ***
Comissões	26,5 ***	-2,0 *	31,1 ***	20,0 ***	24,6 ***	-2,2 *	28,2 ***	18,4 ***
Empréstimos Anteriores	0,9	-7,5 ***	-6,0 ***	4,4 ***	0,7	-7,7 ***	-5,4 ***	4,2 ***
Número Membros do Sindicato	-1,0 ***	-0,2 ***	-0,9 ***	-1,5 ***	-0,9 ***	-0,2 ***	-0,8 ***	-1,4 ***
Líderes do País	-2,8	-0,7	2,8	-3,9	-4,2 *	0,4	1,4	-6,2 **
Bancos do País	-9,6 ***	-5,3	-19,4 ***	-5,7 **	-5,1 **	-7,0 *	-16,9 ***	-0,3
Rating País	3,4 ***	2,5 ***	7,2 ***	1,2 **	3,6 ***	3,2 ***	13,8 ***	1,0 *
Log(PIB)	6,1 ***	-4,7 ***	-8,0 **	7,4 ***	11,7 ***	-2,8 **	-9,8 **	13,2 ***
Libor	-3,5 **	12,4 ***	-32,0 ***	-6,0 ***	-13,0 ***	10,7 ***	-42,7 ***	-16,4 ***
Rating	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Tipo do empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Objetivo do empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Segmento de mercado	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R-squared	0,57	0,64	0,55	0,52	0,58	0,64	0,57	0,54
Adjusted R-squared	0,57	0,64	0,55	0,52	0,58	0,64	0,57	0,54
Número de observações	80 729	9 063	16 955	54 711	74 490	8 552	16 212	49 726

Anexo VII: *Spreads* por País

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan, enquanto os dados relativos ao sistema financeiro dos países foram obtidos na Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de *rating* atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas: (i) a «Estrutura-Agregada», indicador do tipo de sistema financeiro do país e que consiste no primeiro componente principal que resulta da agregação dos componentes de Estrutura-Atividade, Estrutura-Dimensão e Estrutura-Eficiência; (ii) o «Desenvolvimento Ortogonal», indicador do nível de desenvolvimento financeiro do país, medido pelos resíduos da ortogonalização da variável «Finanças-Agregada», que consiste no primeiro componente principal dos indicadores de desenvolvimento da atividade, dimensão e eficiência dos países); (iii) a «Continental», identifica o tipo de sistema financeiro continental do país e consiste numa variável binária *dummy* que assume o valor 1 para os países com sistemas de governo societário (*corporate governance*) do tipo continental e 0 em caso contrário; (iv) «Anglo-Saxónico USA», identifica no tipo de sistema financeiro anglo-saxónico os mutuários dos EUA e consiste numa variável binária *dummy* que assume o valor 1 para os mutuários dos EUA como sistema de governo societário do tipo anglo-saxónico e 0 em caso contrário; (v) «Anglo-Saxónico sem USA», identifica no tipo de sistema financeiro anglo-saxónico os mutuários que não os EUA e consiste numa variável binária *dummy* que assume o valor 1 para todos os países do sistema de governo societário do tipo anglo-saxónico sem considerar os mutuários originários dos EUA e 0 em caso contrário. Os Painel A.2 apresenta o resultado para o *Wald test*, que mostra se os coeficientes são estatisticamente diferentes. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

	Painel A.1			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No rating***
C	209,1 ***	193,9 ***	752,2 ***	209,0 ***
Estrutura-Agregada	13,4 ***	5,6	10,6	19,5 ***
Desenvolvimento Ortogonal	-70,3 ***	-31,3 ***	-43,9 ***	-75,4 ***
Anglo-Saxónico USA	101,9 ***	38,7 ***	267,7 ***	85,2 ***
Anglo-Saxónico sem USA	56,5 ***	18,7 ***	132,3 ***	48,6 ***
Continental	-14,8 ***	-22,1 ***	49,5 ***	-25,1 ***
Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim
Mutuário	Sim	Sim	Sim	Sim
País	Sim	Sim	Sim	Sim
Sindicato	Sim	Sim	Sim	Sim
Rating	Sim	Sim	Sim	Não
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Tipo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim
Objetivo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim
Segmento de Mercado	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
R-squared	0,58	0,65	0,56	0,53
Adjusted R-squared	0,58	0,65	0,56	0,53
Número de observações	80729	9063	16955	54711
	Painel A.2			
Anglo-saxónico USA vs Continental	23,0 ***	5,1 ***	9,3 ***	19,6 ***
Anglo-saxónico sem USA vs Continental	33,3 ***	14,4 ***	11,1 ***	29,3 ***
Anglo-saxónico sem USA vs Anglo-saxónico USA	8,8 ***	1,7 *	6,0 ***	6,3 ***

Anexo VIII: A Proteção dos Empréstimos

Esta tabela apresenta no Painel A.1 e no Painel B.1 a estimação pelo método de estimação de duas etapas com a utilização de variáveis instrumentais, corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan, enquanto os dados relativos ao sistema financeiro dos países foram obtidos na Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*"; "*Junk Grade*"; "*No Rating*". A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas: (i) a «Estrutura-Agregada», indicador do tipo de sistema financeiro do país; (ii) o «Desenvolvimento Ortogonal», indicador do nível de desenvolvimento financeiro do país; (iii) a «Anglo-Saxónico», identifica o tipo de sistema financeiro anglo-saxónico do país; (iv) a «Continental», identifica o tipo de sistema financeiro continental do país; (v) variáveis relativas à segurança ou proteção do reembolso: «Colateral», variável binária *dummy* que toma o valor 1 se a tranche é garantida por colateral 0 em caso contrário; «*Covenant*», variável binária *dummy* que assume o valor 1 se o mutuário fica sujeito a algum tipo de restrição ou obrigação de conduta (Cláusula restritiva) e 0 em caso contrário; «Fiador», variável binária *dummy* que toma o valor 1 se a tranche beneficia de algum tipo de garantia dada por um terceiro (*guarantor*) e 0 em caso contrário e; «Senioridade», variável binária *dummy* que assume o valor 1 se o crédito é sénior, isto é, não é contratada qualquer tipo de subordinação 0 em caso contrário. No Painel B.1 não é apresentada a regressão para a subamostra *No Rating*, por a mesma evidenciar a mesma estimação apresentada no Painel A.1. No Painel C.1 e no Painel D.1 são apresentados os resultados da estimação do método de duas etapas para modelos de equações simultâneas (2SLS) com variáveis dependentes limitadas corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. Os países são classificados por tipo de sistema legal de acordo La Porta et al. (1997, 1998), Djankov et al. (2007) e Cumming et al. (2011). A variável dependente é o «*spread*» do empréstimo e são utilizadas variáveis *dummy* para classificar cada um dos sistemas legais: «Lei Comum», «Lei Civil Francesa», «Lei Civil Germânica», «Lei Civil Escandinava» e «Lei Socialista». Foi utilizada a seguinte especificação:

$$\begin{cases} \text{Spread} = C_1 + \Pi_1\ \text{Colateral} + \Pi_2\ \textit{Covenants} + \Pi_3\ \text{Sénior} + \Pi_4\ \text{Fiador} + \Pi_5\ X + \varepsilon_1 & (1) \\ \text{Colateral} = C_2 + \Pi_6\ \textit{Covenants} + \Pi_7\ \text{Sénior} + \Pi_8\ \text{Fiador} + \Pi_9\ X + \varepsilon_2 & (2) \\ \textit{Covenant} = C_3 + \Pi_{10}\ \text{Colateral} + \Pi_{11}\ \text{Sénior} + \Pi_{12}\ \text{Fiador} + \Pi_{13}\ X + \varepsilon_3 & (3) \\ \text{Senioridade} = C_4 + \Pi_2\ \text{Colateral} + \Pi_3\ \textit{Covenants} + \Pi_4\ \text{Fiador} + \Pi_4\ X + \varepsilon_4 & (4) \\ \text{Fiador} = C_5 + \Pi_2\ \text{Colateral} + \Pi_3\ \textit{Covenants} + \Pi_4\ \text{Sénior} + \Pi_5\ X + \varepsilon_5 & (5) \end{cases}$$

Nesta especificação, X representa o conjunto das variáveis exógenas utilizadas no modelo base anteriormente especificado, C_k representa a constante na regressão e ε_k são os resíduos da forma reduzida. Na primeira etapa do processo de estimação são obtidos os valores ajustados para cada uma das variáveis endógenas (pelas regressões 2 a 5, que têm variáveis dependentes discretas que induziram uma estimação *Logit*), que depois são introduzidos na segunda etapa como variáveis explicativas na estimação das regressões. De notar que Wooldridge (2002) esclarece que a utilização de valores ajustados na estimação de variáveis instrumentais na segunda etapa, que resultem da estimação *Logit* para variáveis dependentes discretas na primeira etapa, origina a estimação de coeficientes consistentes se a variável dependente, neste caso o *spread*, for contínua. O Painel A.2, o Painel B.2, o Painel C.2 e o Painel D.2 apresentam os resultados para o *Wald test*, que mostra se os coeficientes são estatisticamente diferentes. O Painel A.3 e o Painel B.3 apresentam os testes relativos à endogeneidade e validação dos instrumentos utilizados: (a) o teste de qui-quadrado de Durbin-Wu-Hausman, tem como hipótese nula que as variáveis explicativas são exógenas com o *spread*, pelo que a sua rejeição implica que essas variáveis são efetivamente endógenas e valida a abordagem pelas variáveis instrumentais; (b) o teste de Sargan para a sobreidentificação de restrições, tem por hipótese nula as restrições de sobreidentificação serem válidas, pelo que as variáveis instrumentais não estão correlacionadas com algum conjunto de resíduos e, portanto, são instrumentos aceitáveis; (c) a estatística J de Hansen para restrições de sobreidentificação, tem como hipótese nula que o modelo está bem especificado e que as condições de ortogonalidade são verificadas (correlações entre os instrumentos e o termo de erro é zero), pelo que a sua rejeição implica que os instrumentos não são relevantes e nem válidos. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10% respetivamente, para testes bilaterais.

Anexo VIII: A Proteção dos Empréstimos (continuação)

	Painel A.1				**Painel B.1**			**Painel C.1**				**Painel D.1**			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	136,6	-106,3	1293 ***	331,5 ***	198,3	-101,5	1337 ***	920,3 ***	481,6 ***	1148,0 ***	1083,6 ***	-1187,7 ***	-71,8	900,4 ***	-1701,3 ***
Estrutura-Agregada	26,4 ***	-0,1	48,4 ***	22,3 ***	23,7 ***	7,6	51,8 ***	19,4 ***	5,4	25,0 ***	26,0 ***	-1,9	-0,2	25,3 **	-48,0 ***
Desenvolvimento Ortogonal	-34,2 **	-36,8 **	-26,9	-52,0 ***	-73,4 ***	-53,6 ***	-22,2	-66,5 ***	-37,3 ***	-108,9 ***	-58,0 ***	-132,5 ***	-34,9 ***	-34,5	-204,1 ***
Anglo-Saxónico	7,5	-7,0	144,3 ***	10,1	29,3 *	-2,7	149,3 **	71,6 ***	29,7 ***	184,5 ***	48,0 ***				
Continental	-67,1 ***	-39,4 ***	79,6 **	-59,3 ***	-50,4 ***	-39,7 ***	87,2 *	7,1 *	-11,0	116,4 ***	-22,8 ***				
Lei Civil Francesa												-38,0 ***	-37,9 ***	-46,6 ***	0,7
Lei Civil Germânica												-54,8 ***	-47,1 ***	-54,0 ***	-75,2 ***
Lei Civil Escandinava												1,1	-53,9 ***	-71,8 ***	63,3 ***
Lei Socialista												98,6 ***	-36,0	-45,0	284,2 ***
Colateral	-142,7 ***	265,6 *	38,2	-180,9 ***	-216,5 ***	202,5	102,0	-40,6 ***	-57,9 **	-0,2	-160,6 ***	-14,1	97,5 **	60,3	-132,5 ***
Covenants	169,0 ***	-42,4 **	65,5	198,7 ***	195,1 ***	-30,0 *	36,6	27,4 ***	4,1	25,1	64,8 ***	147,6 ***	-189,3 ***	54,1	217,5 ***
Senioridade	226,5 **	124,3	-348,3 **	37,0	170,0	180,8 *	-313,9 **	-614,3 ***	-268,6 ***	-446,4 ***	-647,9 ***	702,1 ***	104,4 *	-258,7 **	375,2 ***
Fiador	-395,0 ***	120,5 *	-360,4	-295,5 ***	-228,4 **	143,6 **	-361,3	-2,8	49,9 **	316,5 ***	-152,9 ***	88,0	-34,5	-132,6	636,2 ***
Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Mutuário	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
País	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Sindicato	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Rating	Sim	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Tipo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Objetivo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Segmento de Mercado	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R^2	0,27	0,27	0,33	0,28	0,28	0,34	0,31	0,61	0,66	0,57	0,57	0,58	0,66	0,56	0,54
Adj. R2	0,27	0,27	0,33	0,28	0,28	0,34	0,31	0,61	0,66	0,57	0,57	0,58	0,65	0,55	0,54
Número de Observações	76 516	8 961	16 544	51 011	76 516	8 961	16 544	80729	9063	16955	54711	76516	8961	16544	51011
	Painel A.2				**Painel B.2**			**Painel C.2**				**Painel D.2**			
Anglo-Saxónico vs Continental	20,0 ***	4,6 ***	2,4 **	17,7 ***	22,2 ***	5,6 ***	1,8 *	31,0 ***	12,6 ***	10,4 ***	27,6 ***				
Lei Civil Francesa vs Germânica												1,7 *	2,5 **	0,7	5,0 ***
Lei Civil Francesa vs Escandinava												-6,5 ***	2,8 ***	1,4	-7,2 ***
Lei Civil Francesa vs Lei Socialista												-5,0 ***	-0,1	0,0	-7,1 ***
Lei Civil Germânica vs Escandinava												-4,1 ***	1,1	0,9	-6,6 ***
Lei Civil Germânica vs Lei Socialista												-4,2 ***	-0,4	-0,2	-6,6 ***
Lei Civil Escandinava vs Lei Socialista												-3,8 ***	-0,7	-0,6	-6,2 ***
	Painel A.3				**Painel B.3**										
Teste de endogeneidade															
- teste de Durbin-Wu-Hausma	383,48	59,57	6,13	321,21	447,12	79,25	4,91								
- valor de prova	0,00	0,00	0,19	0,00	0,00	0,00	0,30								
Teste de Sargan para a sobre-identificação															
- teste LM	37,67	0,54	0,45	43,38	41,97	0,10	0,41								
- valor de prova	0,00	1,00	1,00	0,00	0,00	0,95	0,81								
Estatística J de Hansen	37,62	0,53	0,44	43,31	41,93	0,10	0,41								
- valor de prova	***			***	***										

Anexo IX: Condições dos Empréstimos por Nível de Risco e Classificação dos Países

Esta tabela mostra no Painel A como o *spread* dos mutuários varia em função da classificação do país do mutuário (sistema financeiro, com a classificação tipo III; nível de desenvolvimento financeiro do país; sistema legal) e consoante o seu nível de risco (*Investment Grade* - empresas com uma notação de rating BBB ou superior; *Junk Grade* - empresas com uma notação de rating BB ou inferior; *Sem Rating* - empresas sem notação de *rating* atribuída). São ainda apresentados testes às diferenças: o *teste t*; o *Wilcoxon/Mann-Whitney*; o *Kruskal-Wallis*; e o *Anova F-test*. No Painel B são apresentadas as significâncias estatísticas para os testes às diferenças relativos ao sistema legal. Para testes paramétricos temos: ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais. Para testes não paramétricos temos: +++, ++ e + indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

Painel A: *Spread* Suportado pelos Mutuários em Função do seu Nível de Risco

Notação de *rating*		Sistema Financeiro				Sistema Legal						Total
	N	Baseado nos Bancos	Baseado no Mercado			Lei Comum	Lei civil Francesa	Lei civil Germânica	Lei civil Escan-dinava	Socia-lista		
N		**6338**	**78392**			**64229**	**9827**	**9596**	**1023**	**545**		
Investment Grade	**9 125**	**87**	**88**		+++	**91**	**87**	**62**	**66**	**147**	***	**88**
AA_AAA	544	71	48	**	+	55	51	31	25		***	51
A	2727	71	55	***	+	54	74	54	34	285	***	56
BBB	5854	102	106		+++	108	97	79	95	143	***	106
Junk Grade	**17 055**	**310**	**306**			**311**	**260**	**273**	**269**	**244**	***	**306**
BB	5020	247	225	**	+++	231	201	194	174	203	***	226
B	9372	352	322	***		323	299	348	340	309		323
CCC	2042	296	390	***	+++	392	289	304	154	359	***	386
D_C_CC	621	278	438	***	+++	438	349	290	200		*	430
Sem *Rating*	**59 040**	**220**	**247**	***	+++	**267**	**227**	**148**	**232**	**293**	***	**244**
Total	**85 220**	**220**	**242**	***	+++	**257**	**217**	**148**	**214**	**266**		**240**

Painel B: Teste às Diferenças para o Sistema Legal

Notação de rating	Common law vs French civil law		Common law vs German civil law		Common law vs Scandinavia civil law		Common law vs Socialist law		French civil law vs German civil law		French civil law vs Scandinavia civil law		French civil law vs Socialist law		German civil law vs Scandinavia civil law		German civil law vs Socialist law		Scandinavia civil law vs Socialist law	
Investment Grade		**+++**	*******	**+++**	*******	**+++**	*******	**+++**	*******	**+++**	******	**+++**	*******	**+++**			*******	**+++**	*******	**+++**
AA_AAA		+	**	+++			-	-	*				-	-			-	-	-	-
A	***	+++			***	+++	***	+	***	++	***	+++	***	+	**	+++	***	+	***	++
BBB	***	+++	***	+++		+++	***	++	***			+	***	+++			***	+++	**	+++
Junk Grade	*******	**+++**	*******	**+++**	*******	**+++**	*******	**+++**						**+**			*****	**++**		
BB	***	+++	***	+++	**	++	**	+++												
B	***	+++	**			++			***		*					++				
CCC	***	+++	**	+++	***	+++					***	+++			***	+++			***	++
D_C_CC	**	++	**	++	**	+++		-				+	-	-	**	++	-	-	-	-
Sem *Rating*	*******	**+++**	*******	**+++**	*******	**+++**	*******	**+++**	*******	**+++**		**+**	*******	**+++**	*******	**+++**	*******	**+++**	*******	**+++**

Anexo X: O Efeito dos Mutuários Anglo-Saxónicos Norte-Americanos no *Spread*

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan, enquanto os dados relativos ao sistema financeiro dos países foram obtidos na Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. Para o sistema legal os países são classificados de acordo La Porta et al. (1997, 1998), Djankov et al. (2007) e Cumming et al. (2011). O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de *rating* atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas: (i) a «Estrutura-Agregada», indicador do tipo de sistema financeiro do país e que consiste no primeiro componente principal que resulta da agregação dos componentes de Estrutura-Atividade, Estrutura-Dimensão e Estrutura-Eficiência; (ii) «Desenvolvimento Ortogonal», indicador do nível de desenvolvimento financeiro do país, medido pelos resíduos da ortogonalização da variável «Finanças-Agregada», que consiste no primeiro componente principal dos indicadores de desenvolvimento da atividade, dimensão e eficiência dos países); (iii) variáveis *dummy* para classificar cada um dos sistemas legais: «Lei Comum», «Lei Civil Francesa», «Lei Civil Germânica», «Lei Civil Escandinava» e «Lei Socialista»; (iv) «Lei Comum sem USA», variável *dummy* que classifica os mutuários com origem legal na Lei Comum, sem considerar os mutuários originários dos EUA. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

	Painel A.1			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-75,9 ***	145,5 ***	781,7 ***	-66,9 **
Estrutura-Agregada	-9,7 ***	2,3	0,5	-3,8
Desenvolvimento Ortogonal	-68,1 ***	-32,1 ***	-37,0 ***	-71,0 ***
Lei Comum sem USA	-60,3 ***	-23,3 **	-144,0 ***	-53,6 ***
Lei Civil Francesa	-104,1 ***	-44,5 ***	-215,0 ***	-98,9 ***
Lei Civil Germânica	-128,1 ***	-60,8 ***	-203,2 ***	-120,7 ***
Lei Civil Escandinava	-82,2 ***	-59,7 ***	-233,2 ***	-72,4 ***
Lei Socialista	-7,1	-5,3	-197,1 ***	20,6 *
Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim
Mutuário	Sim	Sim	Sim	Sim
País	Sim	Sim	Sim	Sim
Sindicato	Sim	Sim	Sim	Sim
Rating	Sim	Sim	Sim	Não
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Tipo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim
Objetivo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim
Segmento de Mercado	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
R^2	0,58	0,65	0,56	0,53
Adj. R^2	0,58	0,65	0,56	0,53
Número de Observações	80729	9063	16955	54711
	Panel A.2			
Lei Comum sem USA vs Lei Civil Francesa	18,0 ***	6,6 ***	9,3 ***	16,2 ***
Lei Comum sem USA vs Lei Civil Germânica	24,0 ***	10,7 ***	6,1 ***	20,7 ***
Lei Comum sem USA vs Lei Civil Escandinava	4,8 ***	7,5 ***	5,0 ***	3,6 ***
Lei Comum sem USA vs Lei Socialista	-6,8 ***	-1,2	3,1 ***	-7,2 ***
Lei Civil Francesa vs Germânica	10,7 ***	5,0 ***	-1,2	8,5 ***
Lei Civil Francesa vs Escandinava	-4,4 ***	2,8 ***	1,0	-4,6 ***
Lei Civil Francesa vs Lei Socialista	-12,8 ***	-2,7 ***	-1,1	-11,9 ***
Lei Civil Germânica vs Escandinava	-8,7 ***	-0,2	1,5	-7,9 ***
Lei Civil Germânica vs Lei Socialista	-15,9 ***	-3,8 ***	-0,3	-14,0 ***
Lei Civil Escandinava vs Lei Socialista	-8,1 ***	-3,5 ***	-1,4	-7,9 ***

Anexo XI: Análise dos Países Agregados

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan. O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de *rating* BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de *rating* atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas: (i) «Países Grupo I», identifica os países que simultaneamente pertencem ao sistema financeiro orientado para os bancos, sistema de governo continental e sistema legal civil; (ii) «Países Grupo II», identifica os países que simultaneamente pertencem ao sistema financeiro orientado para o mercado, sistema de governo anglo-saxónico e sistema legal comum. Os dados relativos ao sistema financeiro dos países foram obtidos na Financial Development and Structure Dataset do Banco Mundial. No sistema financeiro um país é considerado como sendo orientado para os bancos ou para o mercado seguindo a metodologia usada por Beck e Levine (2002), Levine (2002) e Demirgüç-Kunt e Levine (2001), utilizando a classificação do Tipo III, calculada no Capítulo 2. Um país é considerado como tendo ou não um sistema de governo societário anglo-saxónico ou um sistema de governo societário do tipo continental seguindo a classificação de Sapir (2006) e Schmidt e Tyrell (1997). Para o sistema legal os países são classificados de acordo La Porta et al. (1997, 1998), Djankov et al. (2007) e Cumming et al. (2011). Painel C.2. apresenta os resultados do *Wald test* que mostram se os coeficientes entre estes dois grupos são estatisticamente diferentes. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

Anexo XI – Análise dos Países Agregados (Continuação)

	Painel A.1				**Painel B.1**				**Painel C.1**			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-38,2 **	146,3 ***	112,1 **	-12,5	169,9 ***	244,6 ***	466,4 ***	193,1 ***	185,8 ***	245,1 ***	549,7 ***	200,1 ***
Países Grupo I	-2,9	-6,5 **	11,9	-11,7 ***					19,2 ***	5,8 **	60,1 ***	8,4 ***
Países Grupo II					71,3 ***	39,4 ***	90,2 ***	72,8 ***	75,7 ***	40,6 ***	114,1 ***	74,6 ***
Sponsors	23,6 ***	12,7	3,0	30,6 ***	24,7 ***	6,1	4,1 *	31,6 ***	24,6 ***	5,9	3,9 *	31,5 ***
Governo Proprietário	-28,4 ***	6,0	-25,1 *	-36,5 ***	-25,3 ***	10,3 *	-17,2	-37,0 ***	-25,1 ***	10,1 *	-13,3	-36,8 ***
Montante	-7,5 ***	-4,4 ***	-12,9 ***	-4,5 ***	-7,5 ***	-4,5 ***	-11,9 ***	-4,8 ***	-7,6 ***	-4,6 ***	-12,0 ***	-4,9 ***
Maturidade	0,0	0,0	-0,1	0,1 ***	0,0	0,0	-0,1	0,0 **	0,0	0,0	-0,1	0,0 **
Moeda País	-12,3 ***	-0,5	-3,4	-12,7 ***	-15,3 ***	-2,9	5,0	-18,3 ***	-16,3 ***	-3,3	1,6	-18,8 ***
Comissões	26,4 ***	-2,1 *	31,3 ***	21,0 ***	25,9 ***	-2,9 **	30,2 ***	20,6 ***	26,1 ***	-2,8 **	29,8 ***	20,7 ***
Empréstimos Anteriores	-0,3	-7,7 ***	-6,1 ***	3,1 ***	0,0	-7,0 ***	-6,5 ***	3,2 ***	0,2	-6,9 ***	-6,4 ***	3,3 ***
Número Membros do Sindicato	-1,1 ***	-0,2 ***	-0,9 ***	-1,7 ***	-0,9 ***	0,0	-0,8 ***	-1,3 ***	-0,9 ***	0,0	-0,8 ***	-1,3 ***
Líderes do País	-1,8	0,2	3,2	-2,8	-8,8 ***	-6,4 **	0,2	-10,0 ***	-8,7 ***	-6,3 **	0,7	-10,0 ***
Bancos do País	-9,1 ***	-6,2	-19,4 ***	-4,3	-4,2 *	-0,3	-18,9 ***	1,0	-4,1	-0,4	-18,6 ***	1,0
Rating País	-4,2 ***	-1,3 *	5,7 ***	-6,5 ***	-7,3 ***	-3,7 ***	1,2	-9,4 ***	-7,4 ***	-3,7 ***	-0,3	-9,4 ***
PIB	9,3 ***	-2,1 **	2,3	11,0 ***	3,6 ***	-3,9 ***	-8,0 ***	5,1 ***	3,1 ***	-3,9 ***	-10,5 ***	4,9 ***
Número de Tranches	-31,1 ***	3,2 ***	-1,8 **	5,8 ***	4,2 ***	1,4 *	-1,2 *	5,0 ***	4,1 ***	1,4 *	-1,6 **	4,9 ***
Libor	-44,9 ***	13,3 ***	-26,8 ***	-1,0	-20,8 ***	1,4	-58,1 ***	-22,8 ***	-20,2 ***	1,8	-56,6 ***	-22,6 ***
Rating	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Tipo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Objetivo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Segmento de Mercado	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R^2	0,56	0,64	0,55	0,51	0,57	0,65	0,56	0,52	0,57	0,65	0,56	0,52
Adj. R^2	0,56	0,63	0,55	0,51	0,57	0,64	0,56	0,52	0,57	0,64	0,56	0,52
Número de Observações	81033	9077	17012	54944	81033	9077	17012	54944	81033	9077	17012	54944
									Painel C.2			
Países Grupo I vs Países Grupo II									-20,2 ***	-10,1 ***	-5,8 ***	-20,7 ***

Anexo XII: Tabelas Completas

Neste anexo são apresentadas as tabelas completas, com todos os resultados da estimação, que estão explicadas e parcialmente apresentadas no Capítulo 4.

Tabela A: A Importância da Proteção Legal do Investidores e Credores (Tabela 4.3 Completa)

	Painel A.1				**Painel B.1**				**Painel C.1**				**Painel D.1**			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-115,38 ***	212,09 ***	409,02 ***	-80,94 ***	-274,42 ***	112,02 ***	289,48 ***	-231,00 ***	6,88	164,19 ***	550,75 ***	9,50	-73,49 ***	131,07 ***	402,38 ***	-20,84
Lei Civil Francesa	-60,85 ***	-30,25 ***	-76,17 ***	-64,85 ***	-37,84 ***	-17,36 ***	-49,39 ***	-43,19 ***	-125,12 ***	-54,96 ***	-152,45 ***	-124,88 ***	-119,57 ***	-48,45 ***	-142,46 ***	-123,17 ***
Lei Civil Germânica	-72,79 ***	-41,48 ***	-64,17 ***	-74,23 ***	-60,98 ***	-32,59 ***	-47,02 ***	-66,03 ***	-140,46 ***	-71,09 ***	-146,11 ***	-137,94 ***	-130,27 ***	-64,37 ***	-148,83 ***	-130,25 ***
Lei Civil Escandinava	-17,12 ***	-38,31 ***	-75,13 ***	-15,71 ***	3,95	-28,65 ***	-60,04 ***	6,82	-80,33 ***	-57,77 ***	-136,26 ***	-74,83 ***	-72,70 ***	-53,95 ***	-129,46 ***	-71,77 ***
Direitos dos Credores	-10,06 ***	-3,68 ***	-4,61 **	-10,5207 ***									-1,63 **	0,56	9,77 ***	-3,18 ***
Execução da Lei					13,23 ***	9,66 ***	26,52 ***	7,99 ***					10,43 ***	6,30 ***	26,18 ***	6,41 ***
Direitos dos Acionistas									-173,99 ***	-71,48 ***	-170,07 ***	-164,93 ***	-162,98 ***	-69,49 ***	-206,20 ***	-152,80 ***
Sponsors	23,94 ***	10,52	3,41	30,82 ***	24,23 ***	10,18	3,49	31,26 ***	23,82 ***	10,54	3,42	30,59 ***	23,66 ***	9,99	3,62	30,28 ***
Governo Proprietário	-34,38 ***	2,99	-120,72 ***	-35,86 ***	-36,45 ***	-0,24	-127,54 ***	-34,54 ***	-37,45 ***	-10,08 *	-139,90 ***	-22,98 *	-39,31 ***	-11,80 **	-142,03 ***	-24,73 **
Montante	-7,32 ***	-4,48 ***	-11,72 ***	-4,80 ***	-7,64 ***	-5,07 ***	-11,74 ***	-5,04 ***	-7,74 ***	-4,97 ***	-11,75 ***	-5,15 ***	-7,77 ***	-5,34 ***	-11,79 ***	-5,20 ***
Maturidade	0,05 ***	0,01	-0,08	0,08 ***	0,04 **	0,00	-0,08	0,07 ***	0,06 ***	0,01	-0,05	0,09 ***	0,06 ***	0,00	-0,08	0,09 ***
Moeda País	-12,93 ***	-3,91	0,34	-14,57 ***	-14,68 ***	-4,26	0,54	-16,84 ***	-13,41 ***	-3,49	3,69	-16,76 ***	-13,28 ***	-3,25	3,75	-16,46 ***
Comissões	24,73 ***	-3,37 ***	30,06 ***	20,04 ***	25,07 ***	-2,67 **	30,35 ***	20,42 ***	24,63 ***	-3,53 ***	30,21 ***	19,29 ***	24,53 ***	-3,18 ***	30,36 ***	19,10 ***
Empréstimos Anteriores	0,29	-6,61 ***	-6,19 ***	3,28 ***	0,95	-6,43 ***	-5,84 ***	3,94 ***	0,36	-6,72 ***	-5,83 ***	3,15 ***	0,72	-6,52 ***	-5,47 ***	3,32 ***
Número Membros do Sindicato	-0,98 ***	-0,11 **	-0,80 ***	-1,44 ***	-1,03 ***	-0,13 **	-0,88 ***	-1,48 ***	-0,96 ***	-0,09 *	-0,77 ***	-1,42 ***	-0,96 ***	-0,11 *	-0,82 ***	-1,39 ***
Líderes do País	-7,78 ***	-5,00	0,61	-9,13 ***	-6,31 ***	-3,87	1,06	-7,80 ***	-9,99 ***	-5,95 *	0,37	-11,62 ***	-9,70 ***	-5,70 *	0,50	-11,36 ***
Bancos do País	-9,11 ***	-1,62	-20,37 ***	-4,47	-9,40 ***	-2,01	-19,86 ***	-4,60	-8,69 ***	-1,96	-19,98 ***	-4,14	-9,38 ***	-2,19	-18,90 ***	-4,70
Rating País	-6,64 ***	-2,30 ***	2,33 **	-8,90 ***	-5,40 ***	-1,20	5,60 ***	-8,30 ***	-6,22 ***	-2,32 ***	1,76	-8,51 ***	-5,43 ***	-1,49 *	4,34 ***	-8,00 ***
PIB	16,33 ***	-2,36 *	-3,86	17,75 ***	17,71 ***	-1,68	-8,05 **	20,24 ***	15,67 ***	1,18	-4,08	18,00 ***	15,83 ***	0,50	-5,95	17,43 ***
Número de Tranches	4,51 ***	1,71 **	-1,56 **	5,37 ***	4,50 ***	1,69 **	-1,32 *	5,44 ***	4,55 ***	1,53 **	-1,23 *	5,59 ***	4,48 ***	1,39 *	-1,12	5,48 ***
Libor	-17,33 ***	2,67	-52,23 ***	-19,04 ***	-18,84 ***	1,39	-53,41 ***	-20,36 ***	-16,54 ***	2,17	-55,45 ***	-18,42 ***	-19,01 ***	1,74	-58,06 ***	-20,01 ***
Rating	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Tipo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Objetivo do Empréstimo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Segmento de Mercado	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Industria	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
R^2	0,57	0,65	0,56	0,53	0,57	0,65	0,56	0,53	0,58	0,65	0,56	0,54	0,58	0,65	0,56	0,54
Adj. R^2	0,57	0,64	0,56	0,53	0,57	0,65	0,56	0,53	0,58	0,65	0,56	0,53	0,58	0,65	0,56	0,54
Número de Observações	79918	8978	16718	54222	79918	8978	16718	54222	79691	8966	16763	53962	79480	8931	16709	53840
	Painel A.2				**Painel B.2**				**Painel C.2**				**Painel D.2**			
Lei Civil Francesa vs Germânica	4,75 ***	3,21 ***	-1,24	3,26 ***	10,05 ***	4,59 ***	-0,25	8,71 ***	6,63 ***	4,97 ***	-0,68	4,95 ***	4,23 ***	4,46 ***	0,64	2,42 **
Lei Civil Francesa vs Escandinava	-8,85 ***	1,53	-0,06	-8,49 ***	-8,34 ***	2,16 **	0,59	-8,51 ***	-9,29 ***	0,54	-0,93	-8,89 ***	-9,33 ***	1,06	-0,71	-8,78 ***
Lei Civil Germânica vs Escandinava	-10,62 ***	-0,55	0,57	-9,60 ***	-12,31 ***	-0,71	0,67	-11,84 ***	-11,96 ***	-2,39 **	-0,52	-10,82 ***	-10,64 ***	-1,77 *	-0,97	-9,31 ***

Tabela B: O Efeito do Ambiente de Negócios do País do Mutuário no Custo do Financiamento (Tabela 4.5 Completa)

	Painel A				Painel B				Painel C				Painel D			
	Todos	***Investment***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-62,11 **	142,79 ***	476,11 ***	9,95	-113,74 ***	-1,58	164,03	-75,03 **	-67,71 ***	160,12 ***	722,10 ***	-12,38	-147,68 ***	127,76 **	786,41 ***	-93,39 ***
Lei Civil Francesa	-146,26 ***	-47,22 ***	-150,65 ***	-152,60 ***	-85,97 ***	-28,55 ***	-133,94 ***	-85,07 ***	-124,17 ***	-60,56 ***	-224,71 ***	-131,83 ***	-84,48 ***	-57,36 ***	-286,62 ***	-89,54 ***
Lei Civil Germânica	-160,69 ***	-60,79 ***	-167,87 ***	-161,40 ***	-94,45 ***	-40,77 ***	-137,54 ***	-93,69 ***	-140,97 ***	-78,52 ***	-250,15 ***	-139,49 ***	-133,08 ***	-83,21 ***	-291,49 ***	-132,25 ***
Lei Civil Escandinava	-85,85 ***	-56,34 ***	-127,70 ***	-85,39 ***	-49,59 ***	-44,72 ***	-170,39 ***	-39,68 ***	-104,37 ***	-72,05 ***	-195,93 ***	-100,87 ***	-107,11 ***	-63,85 ***	-267,13 ***	-110,05 ***
Direitos dos Credores	-1,28	0,12	9,37 ***	-4,27 ***	14,04 ***	7,18 ***	30,82 ***	14,73 ***	6,94 ***	2,01	22,67 ***	2,76 **	0,33	1,94	21,06 ***	-6,62 ***
Execução da Lei	9,86 ***	6,86 ***	32,16 ***	7,31 ***	-8,73 ***	0,87	-4,74	-13,05 ***	8,50 ***	5,18 ***	21,29 ***	5,03 ***	28,12 ***	6,99 ***	6,41	25,02 ***
Direitos dos Acionistas	-217,99 ***	-67,87 ***	-223,93 ***	-212,61 ***	-113,52 ***	-35,36 ***	-258,05 ***	-89,27 ***	-172,57 ***	-93,97 ***	-251,86 ***	-159,16 ***	-167,34 ***	-90,42 ***	-399,74 ***	-147,03 ***
Contabilidade	-0,86 ***	0,21	-1,69 *	-1,14 ***					-2,37 ***	-0,18	-6,66 ***	-2,15 ***				
Evasão Fiscal	7,33 ***	-0,35	9,65 **	10,82 ***												
Supervisão Oficial					-4,92 ***	-2,48 **	3,30	-3,94 ***								
Restrição de Capital					4,16 ***	-4,39 ***	-2,79	3,30 ***								
Restrição na Atividade					4,12 ***	4,58 ***	6,90 ***	3,93 ***								
Independência da Supervisão					-2,10 ***	-1,92 ***	2,58	-2,28 ***								
Entrada					9,94 ***	11,73 ***	28,86 ***	7,17 ***								
Supervisão Privada					-26,87 ***	-2,44	-19,96 ***	-31,09 ***								
DFs Bancos					44,90 ***	17,98 ***	85,55 ***	41,70 ***								
Falência									16,32 ***	3,63 **	26,09 ***	12,80 ***	8,24 ***	1,67	8,51 *	5,79 ***
Tempo para Recuperar													13,51 ***	2,32	5,46	15,58 ***
Custo para Recuperar													-6,46 ***	-2,23 ***	-2,12	-6,21 ***
Resultado da Recuperação													43,60 ***	25,89 *	129,20 ***	47,15 ***
Taxa de Recuperação													-0,62 ***	-0,82 *	-4,21 ***	-0,26
R^2	0,59	0,65	0,57	0,55	0,59	0,66	0,57	0,54	0,61	0,66	0,57	0,58	0,61	0,66	0,57	0,58
Adj. R^2	0,59	0,65	0,56	0,55	0,58	0,66	0,56	0,54	0,61	0,66	0,57	0,57	0,61	0,66	0,57	0,58
Número de Observações	78015	8886	16590	52539	79354	8923	16698	53733	76069	8727	16385	50957	76514	8761	16469	51284

Tabela B: O Efeito do Ambiente de Negócios do País do Mutuário no Custo do Financiamento (Tabela 4.5 Completa) (Continuação)

	Painel E			
	Todos	***Investment***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-102,98 ***	26,93	148,03	-31,95
Lei Civil Francesa	-127,43 ***	-65,23 ***	-236,03 ***	-125,98 ***
Lei Civil Germânica	-139,03 ***	-76,62 ***	-225,44 ***	-134,72 ***
Lei Civil Escandinava	-80,80 ***	-70,54 ***	-206,10 ***	-74,39 ***
Direitos dos Credores	-0,82	1,73	17,98 ***	-3,15 ***
Execução da Lei	12,92 ***	10,56 ***	26,55 ***	7,75 ***
Direitos dos Acionistas	-174,91 ***	-88,06 ***	-323,14 ***	-156,04 ***
Conteúdo Informativo	-4,38 ***	-9,91 ***	-25,15 ***	-1,48
R^2	0,58	0,66	0,57	0,54
Adj. R^2	0,58	0,65	0,56	0,53
Número de Observações	78355	8888	16690	52777

Tabela C: O Efeito dos Aspetos Culturais do País do Mutuário no Custo do Financiamento (Tabela 4.6 Completa)

	Painel A				**Painel B**				**Painel C**				**Painel D**			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-164,91 ***	135,23 ***	596,21 ***	-121,97 ***	-91,20 ***	112,28 ***	274,42 **	-29,13	-190,09 ***	27,08	75,19	-130,42 ***	37,14	139,09 **	335,58 ***	52,23
Lei Civil Francesa	-79,08 ***	-16,37 **	-102,85 ***	-85,66 ***	-108,18 ***	-39,20 ***	-92,28 ***	-113,25 ***	-102,94 ***	-33,70 ***	-101,65 ***	-107,76 ***	-72,84 ***	-38,07 ***	17,01	-91,71 ***
Lei Civil Germânica	-99,11 ***	-38,33 ***	-122,24 ***	-100,73 ***	-129,01 ***	-60,37 ***	-119,93 ***	-130,74 ***	-112,73 ***	-49,01 ***	-103,66 ***	-114,06 ***	-77,05 ***	-29,97 *	88,48 **	-103,94 ***
Lei Civil Escandinava	-5,57	-9,35	-71,78 ***	-5,24	-86,13 ***	-57,10 ***	-149,33 ***	-88,69 ***	-67,69 ***	-45,55 ***	-120,38 ***	-68,00 ***	-119,26 ***	-68,96 ***	-136,31 ***	-121,11 ***
Direitos dos Credores	1,36	-5,61 ***	3,02	1,00	-2,50 ***	0,28	9,05 ***	-4,47 ***	-2,15 ***	-0,07	9,38 ***	-3,75 ***	-16,32 ***	-4,20 **	-7,87 *	-16,51 ***
Execução da Lei	7,63 ***	12,29 ***	30,67 ***	2,38 *	10,36 ***	6,88 ***	29,40 ***	6,09 ***	10,58 ***	6,04 ***	26,55 ***	6,80 ***	17,85 ***	7,80 ***	23,33 ***	15,21 ***
Direitos dos Acionistas	-115,62 ***	-31,82 **	-167,60 ***	-110,00 ***	-146,96 ***	-57,14 ***	-129,97 ***	-137,64 ***	-126,28 ***	-37,48 ***	-116,06 ***	-118,70 ***	-75,83 ***	-6,66	13,32	-96,10 ***
Diversidade Linguística	-7,35	-5,58	-58,83 **	-12,15												
Diversidade Religiosa	62,47 ***	91,00 ***	146,94 ***	57,02 ***												
Diversidade Étnica	87,44 ***	-10,57	33,97	107,51 ***												
Cultura					6,00 ***	2,84 *	18,46 ***	6,44 ***								
Felicidade									19,01 ***	12,14 ***	46,56 ***	18,77 ***				
Distância ao Poder													-1,25 ***	-0,50 *	-1,46 ***	-1,27 ***
Individualismo versus Coletivismo													0,05	0,30 **	0,58	-0,32 ***
Masculinidade versus Feminilidade													-1,04 ***	-0,80 ***	-1,46 ***	-0,79 ***
Evitar a Incerteza													-0,79 ***	0,19	-1,44 ***	-0,67 ***
Orientação de Longo Prazo													0,62 ***	0,03	-1,96 ***	0,69 ***
Indulgência versus Repressão													0,51 ***	-0,05	-0,18	0,67 ***
R^2	0,58	0,66	0,56	0,54	0,58	0,65	0,56	0,54	0,58	0,65	0,57	0,54	0,59	0,66	0,57	0,54
Adj. R^2	0,58	0,65	0,56	0,54	0,58	0,65	0,56	0,54	0,58	0,65	0,56	0,54	0,59	0,65	0,56	0,54
Número de Observações	79473	8931	16709	83833	79371	8921	16707	53743	79480	8931	16709	53840	79381	8922	16708	53751

Tabela C: O Efeito dos Aspetos Culturais do País do Mutuário no Custo do Financiamento (Tabela 4.6 Completa) (Continuação)

	Painel E				**Painel F**			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	162,71	466,22 *	2000,88 ***	369,31 *	-61,10 **	137,40 ***	440,60 ***	-29,52
Lei Civil Francesa	-43,79 ***	-52,07 ***	-90,29 ***	-54,35 ***	-93,74 ***	-33,56 ***	-86,43 ***	-101,09 ***
Lei Civil Germânica	-53,16 ***	-41,15 ***	-47,51 *	-66,51 ***	-84,40 ***	-44,28 ***	-53,48 **	-88,11 ***
Lei Civil Escandinava	-12,14 *	-34,09 ***	-70,71 **	-19,23 **	-42,82 ***	-44,23 ***	-96,62 ***	-38,71 ***
Direitos dos Credores	-5,57 ***	-3,32 **	-0,94	-7,89 ***	-0,71	0,04	7,49 **	-1,58
Execução da Lei	18,42 ***	-0,51	13,21	12,68 ***	7,60 ***	6,12 ***	25,90 ***	3,06 **
Direitos dos Acionistas	-80,07 ***	-46,93 ***	-88,05 **	-70,56 ***	-118,49 ***	-43,02 ***	-111,84 ***	-116,25 ***
Harmonia	-55,56 ***	-44,55 ***	-133,37 ***	-45,26 ***				
Envolvimento	-13,27	-37,85	-95,06	-33,10 *				
Hierarquia	-46,29 ***	-6,68	-101,52 ***	-48,93 ***				
Domínio	38,65 ***	-35,02	-125,27 *	44,79 ***				
Autonomia Afetiva	66,49 ***	-12,95	4,34	49,51 ***				
Autonomia Intelectual	-83,20 ***	-33,77 ***	-155,64 ***	-84,30 ***				
Egualitarismo	30,19 **	57,93 ***	94,74 **	13,62687				
Valores Tradicionais					-14,84 ***	-1,93	-12,38	-17,42 ***
Valores de Sobrevivência					14,43 ***	10,17 ***	49,78 ***	9,84 ***
R^2	0,59	0,66	0,57	0,54	0,58	0,65	0,56	0,54
Adj. R^2	0,59	0,65	0,57	0,54	0,58	0,65	0,56	0,54
Número de Observações	79376	8924	16707	53745	79 397	8 925	16 708	53 764

Tabela D: O Efeito da *Governance* e da Política do País do Mutuário no Custo do Financiamento (Tabela 4.7 Completa)

	Painel A				Painel B				Painel C				Painel D			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-76,96 ***	86,18 **	194,43 *	-9,76	-59,60 **	143,12 ***	549,72 ***	-10,73	-133,50 ***	38,14	449,10 ***	-82,08 ***	-18,51	157,87 ***	412,71 ***	25,20
Lei Civil Francesa	-101,12 ***	-46,07 ***	-90,49 ***	-108,35 ***	-128,19 ***	-48,30 ***	-147,54 ***	-133,10 ***	-101,93 ***	-32,18 ***	-150,17 ***	-103,66 ***	-120,18 ***	-47,91 ***	-153,48 ***	-122,44 ***
Lei Civil Germânica	-103,00 ***	-70,52 ***	-114,19 ***	-100,75 ***	-129,68 ***	-58,47 ***	-139,74 ***	-131,00 ***	-110,98 ***	-50,37 ***	-156,69 ***	-108,22 ***	-131,91 ***	-62,92 ***	-162,76 ***	-130,27 ***
Lei Civil Escandinava	-64,00 ***	-56,56 ***	-111,30 ***	-61,60 ***	-78,23 ***	-46,38 ***	-108,91 ***	-82,36 ***	-68,35 ***	-51,61 ***	-131,90 ***	-67,30 ***	-75,44 ***	-53,48 ***	-134,91 ***	-73,38 ***
Direitos dos Credores	-2,64 ***	-0,04	4,99 *	-4,98 ***	-2,27 **	1,04	14,73 ***	-4,54 ***	-3,62 ***	-0,57	10,25 ***	-5,73 ***	-0,41	0,85	11,65 ***	-2,23 **
Execução da Lei	17,54 ***	8,06 ***	47,11 ***	11,46 ***	6,41 ***	5,07 **	19,96 ***	2,20	11,62 ***	7,61 ***	25,68 ***	7,86 ***	11,27 ***	6,88 ***	28,98 ***	7,20 ***
Direitos dos Acionistas	-140,25 ***	-88,35 ***	-200,49 ***	-128,57 ***	-146,40 ***	-63,86 ***	-212,58 ***	-132,27 ***	-116,44 ***	-32,86 ***	-222,58 ***	-99,22 ***	-158,86 ***	-64,91 ***	-233,82 ***	-145,84 ***
Governance Estabilidade Política	-16,43 ***	1,94	-10,12	-18,46 ***												
Governance Eficácia do Governo	44,44 ***	-15,69 **	46,31 **	41,80 ***												
Governance Qualidade dos Regulamento	-1,11	7,24	48,31 ***	2,77												
Governance Cumprimento das Regras	-3,77	48,25 ***	44,27 **	-22,28 ***												
Governance Participação	8,10 ***	-19,22 ***	-43,02 ***	11,97 ***												
Governance Controlo da Corrupção	-1,92	-5,90	1,58	7,46 **												
Circulação de Jornais					-9,92 ***	-6,42	-28,25 ***	-8,41 ***								
Representação Proporcional					6,82 ***	0,13	-3,92	8,58 ***								
Índice de Democracia									8,64 ***	10,58 ***	-4,29	9,49 ***				
Ranking Político													-0,44	-1,32	-5,72 ***	-0,12
R^2	0,58	0,65	0,57	0,54	0,58	0,65	0,56	0,54	0,58	0,65	0,56	0,54	0,58	0,65	0,56	0,53
Adj. R^2	0,58	0,65	0,56	0,54	0,58	0,65	0,56	0,54	0,58	0,65	0,56	0,54	0,58	0,65	0,56	0,53
Número de Observações	79480	8931	16709	53840	79480	8931	16709	53840	79480	8931	16709	53840	78269	8853	16696	52720

Tabela D: O Efeito da *Governance* e da Política do País do Mutuário no Custo do Financiamento (Tabela 4.7 Completa) (Continuação)

	Painel E			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-218,35 ***	16,35	79,34	-198,43 ***
Lei Civil Francesa	-117,14 ***	-29,80 ***	-110,55 ***	-121,34 ***
Lei Civil Germânica	-139,27 ***	-51,17 ***	-139,56 ***	-138,43 ***
Lei Civil Escandinava	-68,36 ***	-41,00 ***	-111,61 ***	-65,83 ***
Direitos dos Credores	3,00 ***	2,16 *	17,45 ***	1,26
Execução da Lei	14,08 ***	10,45 ***	34,28 ***	10,25 ***
Direitos dos Acionistas	-164,20 ***	-31,84 **	-150,95 ***	-154,64 ***
Direitos Políticos	-9,40 ***	-1,58	-0,63	-10,36 ***
Instabilidade Sociopolítica	17,35 ***	21,06 ***	50,82 ***	17,53 ***
R^2	0,58	0,65	0,57	0,54
Adj. R^2	0,58	0,65	0,56	0,54
Número de Observações	77141	8829	16650	51662

Anexo XIII: Estatística Descritiva e Teste às Médias por Tipo de Proteção Legal

Esta tabela apresenta as estatísticas descritivas relativas às variáveis (caracterizadoras dos atributos institucionais) utilizadas, bem como o teste às médias por tipo de proteção legal, que testa para os atributos institucionais dos países as diferenças entre as variáveis que caracterizam a proteção legal dos investidores («Direitos dos Credores», «Execução da Lei» e «Direitos dos Acionistas») e as diferenças entre grupos de cada um dos tipos de sistema legal em que os países são classificados. O teste para cada uma das variáveis é efetuado agrupando os dados em função de média de cada uma das variáveis de proteção legal. É apresentado o teste t para testar a hipótese nula de médias iguais entre dois grupos da amostra, considerando que segue uma distribuição normal. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

	Estatística Descritiva						**Origem Legal**					**Execução da Lei**			**Direitos dos Acionistas**			**Direitos dos Credores**		
	N	**Mínimo**	**Máximo**	**Média**	**Mediana**	**Desvio Padrão**	Lei Comum	Lei Civil Francesa	Lei Civil Germânica	Lei Civil Escandinava	**Mann-Whitney test**	**inferior média**	**superior média**	**teste t**	**inferior média**	**superior média**	**teste t**	**inferior média**	**superior média**	**teste t**
Painel A: Ambiente de Negócios																				
Contabilidade	81953	24,0	83,0	69,8	71,0	4,8	71,5	62,9	64,0	76,7	***	69,9	69,4	***	64,9	71,6	***	67,2	69,9	***
Evasão Fiscal	83666	0,0	8,5	6,3	7,0	1,3	6,9	4,1	5,0	5,2	***	6,5	5,1	***	4,8	6,9	***	4,1	6,4	***
Reporte Transparente	80686	3,8	6,3	5,9	6,2	0,4	5,9	5,9	5,9	6,1	***	5,9	6,0	***	5,9	5,9	***	6,0	5,9	***
Auditoria	82275	0,0	4,0	3,8	4,0	0,6	4,0	3,3	3,0	4,0	***	3,8	3,5	***	3,2	4,0	***	3,0	3,8	***
Divulgação ao Mercado	82182	0,3	1,0	0,9	1,0	0,2	1,0	0,6	0,7	0,6	***	0,9	0,8	***	0,7	1,0	***	0,7	0,9	***
Supervisão Oficial	84147	7,0	14,0	12,3	13,0	1,4	12,7	10,8	12,0	8,8	***	12,6	10,4	***	11,0	12,8	***	10,5	12,4	***
Restrição de Capital	84147	1,0	9,0	5,6	5,5	1,1	5,6	5,6	5,4	4,8	***	5,5	6,0	***	5,4	5,7	***	5,7	5,6	***
Restrição na Atividade	84147	4,0	16,0	10,2	11,0	2,1	10,3	8,7	10,7	9,9	***	10,5	7,8	***	9,5	10,4	***	8,6	10,2	***
Independência da Supervisão	84147	0,0	17,0	7,3	8,0	2,5	8,0	6,0	4,3	9,8	***	7,2	8,5	***	5,7	7,9	***	6,1	7,4	***
Entrada	84033	3,0	8,0	7,8	8,0	0,6	7,9	7,3	7,4	7,0	***	7,8	7,8		7,3	7,9		7,1	7,8	***
Supervisão Privada	84033	3,0	9,0	6,5	6,0	1,1	6,3	7,1	7,8	7,3	***	6,5	6,8	***	7,1	6,4	***	7,6	6,5	***
DFs Bancos	84033	0,0	3,0	2,1	2,0	0,4	2,1	2,3	2,0	2,8	***	2,1	2,4	***	2,2	2,1	***	2,8	2,1	***
Falência	76725	0,0	7,6	3,0	3,7	1,2	3,4	1,3	0,8	4,7	***	3,2	1,8	***	1,6	3,4	***	2,5	3,0	***
Tempo para Recuperar	84380	0,0	10,0	1,6	1,5	0,7	1,5	2,2	1,7	1,6	***	1,5	2,1	***	1,9	1,5	***	2,0	1,6	***
Custo para Recuperar	84380	0,0	43,0	7,5	7,0	4,0	7,1	12,4	5,7	5,4	***	7,0	11,1	***	8,1	7,3	***	10,1	7,4	***
Resultado da Recuperação	84380	0,0	1,0	0,9	1,0	0,3	1,0	0,5	0,9	1,0	***	0,9	0,7	***	0,7	1,0	***	0,1	1,0	***
Taxa de Recuperação	84380	0,0	94,4	75,9	80,3	15,0	79,0	53,9	76,8	80,5	***	78,1	63,2	***	68,2	79,3	***	48,1	77,3	***
Conteúdo Informativo	84380	0,0	6,0	5,6	6,0	0,8	5,9	4,5	5,3	4,0	***	5,7	5,4	***	5,0	5,9	***	4,3	5,7	***
Doing Business	84326	11,4	17,4	16,1	16,7	1,0	16,5	14,7	15,4	14,9	***	16,2	15,5	***	15,1	16,5	***	14,9	16,2	***
Gestão do Risco	77506	2,2	3,7	3,2	3,2	0,2	3,2	2,8	3,1	3,4	***	3,2	2,9	***	3,0	3,2	***	2,8	3,2	***
Risco Global	84372	1,0	172,0	14,2	3,0	23,4	5,5	52,2	33,3	11,1	***	10,1	39,0	***	38,6	4,6	***	46,4	12,6	***

Anexo XIII: Estatística Descritiva e Teste às Médias por Tipo de Proteção Legal (continuação)

	Estatística Descritiva						Origem Legal					Execução da Lei			Direitos dos Acionistas			Direitos dos Credores		
	N	**Mínimo**	**Máximo**	**Média**	**Mediana**	**Desvio Padrão**	Lei Comum	Lei Civil Francesa	Lei Civil Germânica	Lei Civil Escandinava	**Mann-Whitney test**	**inferior média**	**superior média**	**teste t**	**inferior média**	**superior média**	**teste t**	**inferior média**	**superior média**	**teste t**
Painel B: Cultura																				
Individualismo versus Coletivismo	84267	6,0	91,0	77,6	91,0	23,8	87,0	58,1	35,8	69,5	***	79,5	66,4	***	51,9	87,5	***	63,4	78,4	***
Indulgência versus Repressão	84216	0,0	100,0	61,8	68,1	13,1	66,3	50,7	42,6	67,5	***	62,4	58,4	***	49,7	66,5	***	54,6	62,2	***
Orientação de Longo Prazo	84220	9,0	100,0	38,8	25,7	21,9	29,0	54,0	88,2	42,8	***	37,9	44,5	***	65,8	29,1	***	56,4	38,0	***
Masculinidade versus Feminilidade	84267	5,0	110,0	58,6	62,0	11,4	61,4	44,7	58,9	11,3	***	58,6	59,0	***	49,8	61,9	***	46,8	59,1	***
Distância ao Poder	84267	11,0	104,0	44,8	40,0	11,9	41,3	61,1	53,1	29,5	***	43,8	51,3	***	54,1	41,1	***	69,9	43,7	***
Evitar a Incerteza	84267	8,0	112,0	51,8	46,0	15,5	44,9	78,8	71,2	38,6	***	51,6	52,6	***	71,0	44,6	***	85,0	50,3	***
Diversidade Linguística	84381	0,0	0,9	0,3	0,3	0,1	0,3	0,3	0,3	0,1	***	0,3	0,3	***	0,3	0,2	***	0,1	0,3	***
Diversidade Religiosa	84388	0,0	0,9	0,7	0,8	0,2	0,8	0,4	0,6	0,2	***	0,8	0,5	***	0,5	0,8	***	0,4	0,7	***
Diversidade Étnica	84381	0,0	0,9	0,4	0,5	0,2	0,5	0,3	0,2	0,1	***	0,4	0,3	***	0,3	0,4	***	0,2	0,4	***
Autonomia Afetiva	83472	2,1	4,4	3,8	3,9	0,3	3,9	3,8	3,6	4,1	***	3,8	3,8	***	3,8	3,9	***	4,1	3,8	***
Egualitarismo	83472	4,1	5,3	4,7	4,7	0,2	4,7	5,0	4,5	5,0	***	4,7	4,8	***	4,8	4,7	***	5,0	4,7	***
Envolvimento	83472	3,1	4,6	3,6	3,7	0,2	3,6	3,4	3,6	3,3	***	3,6	3,5	***	3,5	3,7	***	3,3	3,6	***
Harmonia	83472	3,4	4,6	3,7	3,5	0,4	3,5	4,3	4,1	4,4	***	3,6	4,0	***	4,2	3,5	***	4,2	3,7	***
Hierarquia	83472	1,5	3,5	2,3	2,4	0,3	2,4	2,0	2,5	1,8	***	2,4	2,3	***	2,2	2,4	***	2,2	2,4	***
Autonomia Intelectual	83472	3,6	5,1	4,3	4,2	0,3	4,2	4,8	4,5	4,9	***	4,3	4,5	***	4,7	4,2	***	5,0	4,3	***
Domínio	83472	3,6	4,4	4,0	4,1	0,1	4,1	3,8	4,0	3,8	***	4,1	4,0	***	3,9	4,1	***	3,8	4,1	***
Cultura	83770	0,8	10,0	6,3	6,8	1,1	6,6	4,7	5,7	9,1	***	6,5	5,3	***	5,5	6,6	***	4,2	6,4	***
Felicidade	84303	3,3	7,5	6,8	7,0	0,5	6,9	6,4	6,4	7,4	***	6,9	6,4	***	6,5	6,9	***	6,4	6,8	***
Valores de Sobrevivência	83813	-1,4	1,8	1,0	1,4	0,7	1,3	0,5	-0,3	1,5	***	1,1	0,7	***	0,3	1,3	***	0,7	1,0	***
Valores Tradicionais	83813	-2,1	1,7	-0,3	-0,7	0,7	-0,6	0,1	1,1	1,2	***	-0,3	-0,3	***	0,5	-0,6	***	0,3	-0,3	***
Painel C: *Governance* e Política																				
Governance Controlo da Corrupção	84675	-1,9	2,6	1,4	1,5	0,6	1,6	1,0	1,0	2,3	***	1,5	1,1	***	1,1	1,6	***	1,1	1,5	***
Governance Eficácia do Governo	84675	-2,0	2,4	1,5	1,6	0,4	1,6	1,1	1,2	2,0	***	1,6	1,1	***	1,3	1,6	***	1,4	1,5	***
Governance Estabilidade Política	84675	-3,0	1,7	0,4	0,4	0,5	0,4	0,3	0,7	1,3	***	0,5	0,3	***	0,6	0,4	***	0,3	0,4	***
Governance Qualidade dos Regulamentos	84675	-2,4	2,2	1,4	1,6	0,4	1,6	1,0	1,0	1,6	***	1,5	1,1	***	1,1	1,6	***	1,0	1,5	***
Governance Cumprimento das Regras	84675	-2,2	2,0	1,4	1,5	0,4	1,5	0,9	1,1	1,9	***	1,5	1,0	***	1,1	1,5	***	1,1	1,4	***
Governance Participação	84675	-1,9	1,8	1,1	1,3	0,4	1,2	1,0	0,9	1,6	***	1,2	0,9	***	1,1	1,2	***	1,1	1,1	***
Transparência	84382	-1,2	2,0	1,7	2,0	0,5	1,9	1,1	1,0	1,6	***	1,8	1,2	***	1,2	1,9	***	1,3	1,7	***
Circulação de Jornais	83666	2,1	6,3	5,3	5,3	0,4	5,3	4,8	5,7	6,0	***	5,3	5,1	***	5,2	5,3	***	4,9	5,3	***
Representação Proporcional	83666	0,0	3,0	0,4	0,0	0,8	0,0	1,7	1,3	3,0	***	0,4	0,7	***	1,4	0,0	***	0,7	0,4	***
Índice de Democracia	84343	1,8	9,9	8,1	8,2	0,8	8,1	7,9	7,8	9,6	***	8,2	7,7	***	8,2	8,1	***	7,7	8,1	***
Ranking Político	82901	-10,0	10,0	9,6	10,0	2,2	9,8	9,0	8,7	10,0	***	9,7	9,0	***	9,5	9,7	***	8,5	9,6	***
Liberdade de Imprensa	84382	5,0	92,0	19,4	17,0	10,3	17,9	25,7	24,4	9,7	***	18,0	28,3	***	22,3	17,9	***	25,6	19,1	***
Liberdade Digital (Internet)	72671	6,0	87,0	23,2	21,0	8,4	21,9	30,2	31,2	6,0	***	22,3	28,6	***	26,1	22,3	***	27,9	22,9	***
Liberdade Política	83385	1,0	7,0	1,2	1,0	0,9	1,1	1,2	2,0	1,0	***	1,2	1,5	***	1,4	1,1	***	1,2	1,2	
Direitos Políticos	79094	1,0	7,0	6,8	7,0	0,9	6,8	6,7	6,3	7,0	***	6,8	6,5	***	6,7	6,8	***	6,8	6,8	***
Instabilidade Sociopolítica	77359	0,0	3,3	0,8	0,8	0,3	0,8	0,7	0,9	1,0	***	0,8	0,5	***	0,8	0,8		0,7	0,8	***

Anexo XIV: Matriz de Correlações para Fatores Institucionais

Matriz de coeficientes de correlação, seguindo a estatística *Kendall tau b*, entre as diferentes variáveis utilizadas no estudo.

	Variável	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.	15.	16.	17.	18.	19.	20.	21.	22.	23.	24.	25.	26.	27.	28.	29.	30.	31.	32.	33.	34.	35.	36.	37.	38.	39.	40.	41.	42.	43.	44.	45.	46.	47.	48.	49.	50.	51.	52.	53.	54.	55.
1.	Lei Comum	1,00																																																						
2.	Lei Civil Francesa	-0,64	1,00																																																					
3.	Lei Civil Germânica	-0,63	-0,13	1,00																																																			
4.	Lei Civil Escandinava	-0,20	-0,04	-0,04	1,00																																																		
5.	Direitos dos Credores	-0,30	-0,03	0,42	0,02	1,00																																																	
6.	Execução da Lei	0,47	-0,17	-0,42	-0,14	-0,17	1,00																																																
7.	Direitos dos Acionistas	0,74	-0,54	-0,41	-0,16	0,01	0,30	1,00																																															
8.	Contabilidade	0,70	-0,50	-0,48	0,13	-0,13	0,45	0,65	1,00																																														
9.	Evasão Fiscal	0,71	-0,49	-0,44	-0,09	-0,41	0,20	0,45	0,43	1,00																																												
10.	Supervisão Oficial	0,47	-0,40	-0,17	-0,20	-0,31	0,08	0,35	0,12	0,52	1,00																																											
11.	Restrição de Capital	-0,26	0,17	0,18	0,02	0,26	-0,28	-0,10	-0,10	-0,18	-0,21	1,00																																										
12.	Restrição na Atividade	0,13	-0,27	0,12	-0,08	-0,22	0,12	0,05	-0,09	0,30	0,46	-0,22	1,00																																									
13.	Independência da Supervisão	0,46	-0,29	-0,36	0,12	-0,23	0,29	0,22	0,31	0,41	0,21	-0,48	0,23	1,00																																								
14.	Entrada	0,51	-0,46	-0,18	-0,14	-0,28	0,49	0,37	0,42	0,51	0,44	-0,22	0,45	0,27	1,00																																								
15.	Supervisão Privada	-0,48	0,23	0,38	0,10	0,59	-0,44	-0,07	-0,23	-0,47	-0,40	0,48	-0,30	-0,41	-0,50	1,00																																							
16.	DFs Bancos	-0,11	0,16	-0,08	0,19	0,23	-0,09	0,09	0,14	-0,35	-0,35	0,39	-0,55	-0,30	-0,42	0,54	1,00																																						
17.	Falência	0,64	-0,49	-0,42	0,08	-0,54	0,22	0,27	0,29	0,77	0,53	-0,27	0,60	0,35	0,57	-0,54	-0,41	1,00																																						
18.	Tempo para Recuperar	-0,30	0,29	0,11	0,02	-0,31	0,01	-0,34	-0,43	-0,10	0,20	-0,03	0,47	-0,16	0,10	-0,09	-0,20	0,29	1,00																																						
19.	Custo para Recuperar	-0,03	0,38	-0,33	-0,04	-0,23	0,04	0,00	-0,20	-0,07	0,06	-0,20	-0,02	0,02	-0,27	-0,03	0,12	0,03	0,39	1,00																																					
20.	Resultado da Recuperação	0,42	-0,52	-0,05	0,03	0,11	0,01	0,31	0,32	0,42	0,25	-0,08	0,08	0,23	0,31	-0,12	-0,15	0,27	-0,49	-0,40	1,00																																				
21.	Taxa de Recuperação	0,11	-0,32	0,17	0,03	0,27	-0,05	0,13	0,23	0,03	-0,12	0,09	-0,15	0,05	0,07	0,12	0,08	-0,12	-0,54	-0,55	0,43	1,00																																			
22.	Conteúdo Informativo	0,66	-0,54	-0,27	-0,21	-0,34	0,43	0,38	0,44	0,62	0,22	-0,17	0,14	0,37	0,49	-0,44	-0,24	0,52	-0,31	-0,19	0,54	0,21	1,00																																			
23.	*Doing Business*	-0,70	0,49	0,42	0,08	0,38	-0,16	-0,43	-0,39	-0,82	-0,48	0,19	-0,25	-0,44	-0,45	0,42	0,28	-0,70	0,14	0,07	-0,45	0,04	-0,61	1,00																																			
24.	Distância ao Poder	-0,38	0,38	0,20	-0,20	-0,03	-0,21	-0,31	-0,59	-0,20	0,11	-0,09	0,31	-0,04	-0,11	0,14	-0,28	-0,04	0,58	0,31	-0,43	-0,34	-0,48	0,21	1,00																																			
25.	Individualismo versus Coletivismo	0,72	-0,40	-0,52	-0,11	-0,51	0,22	0,36	0,37	0,75	0,41	-0,21	0,31	0,40	0,50	-0,49	-0,28	0,83	-0,04	0,04	0,38	-0,03	0,69	-0,75	-0,26	1,00																																			
26.	Masculinidade versus Feminilidade	0,30	-0,35	0,01	-0,19	-0,03	0,36	0,35	0,24	0,21	0,03	-0,01	0,06	0,14	0,29	-0,15	-0,07	0,14	-0,24	-0,10	0,22	0,12	0,56	-0,21	-0,34	0,31	1,00																																			
27.	Evitar a Incerteza	-0,68	0,52	0,42	-0,07	0,05	-0,37	-0,72	-0,55	-0,46	-0,26	0,07	-0,03	-0,27	-0,38	0,18	-0,05	-0,43	0,21	0,04	-0,27	-0,12	-0,42	0,46	0,28	-0,43	-0,39	1,00																																			
28.	Orientação de Longo Prazo	-0,68	0,30	0,57	0,09	0,48	-0,26	-0,41	-0,38	-0,60	-0,49	0,30	-0,25	-0,29	-0,37	0,48	0,23	-0,67	0,01	-0,24	-0,26	0,13	-0,49	0,57	0,20	-0,72	-0,19	0,28	1,00																																			
29.	Indulgência versus Repressão	0,56	-0,29	-0,48	0,06	-0,18	0,40	0,44	0,71	0,29	0,04	-0,10	-0,15	0,15	0,33	-0,25	0,10	0,27	-0,39	-0,23	0,39	0,22	0,46	-0,30	-0,68	0,38	0,23	-0,39	-0,41	1,00																																			
30.	Diversidade Linguística	0,12	-0,05	-0,06	-0,14	0,02	-0,02	-0,08	0,06	0,13	0,30	0,03	0,22	-0,02	0,13	-0,29	-0,33	0,24	0,11	-0,11	0,10	-0,03	-0,12	-0,09	0,05	0,04	-0,42	0,13	-0,14	0,08	1,00																																			
31.	Diversidade Religiosa	0,71	-0,51	-0,38	-0,19	-0,46	0,23	0,41	0,35	0,81	0,49	-0,21	0,37	0,33	0,55	-0,47	-0,35	0,81	-0,03	-0,03	0,45	0,01	0,70	-0,75	-0,23	0,82	0,29	-0,43	-0,62	0,36	0,11	1,00																																			
32.	Diversidade Étnica	0,52	-0,25	-0,38	-0,17	-0,54	0,47	0,16	0,30	0,49	0,47	-0,39	0,24	0,37	0,57	-0,71	-0,45	0,59	0,09	0,00	0,15	-0,11	0,49	-0,42	-0,14	0,50	0,10	-0,15	-0,52	0,32	0,35	0,52	1,00																																			
33.	Harmonia	-0,76	0,51	0,45	0,17	0,47	-0,27	-0,47	-0,37	-0,81	-0,56	0,26	-0,39	-0,39	-0,59	0,52	0,38	-0,79	-0,03	-0,03	-0,36	0,06	-0,64	0,73	0,14	-0,79	-0,27	0,48	0,66	-0,32	-0,10	-0,83	-0,55	1,00																																			
34.	Envolvimento	0,22	-0,35	0,11	-0,16	-0,06	0,05	0,21	-0,09	0,28	0,56	-0,21	0,53	0,13	0,44	-0,22	-0,41	0,50	0,37	0,00	0,09	-0,08	0,02	-0,25	0,44	0,20	-0,10	-0,23	-0,22	-0,20	0,23	0,27	0,21	-0,35	1,00																																			
35.	Hierarquia	0,19	-0,43	0,25	-0,19	0,04	-0,09	0,17	-0,13	0,28	0,48	-0,20	0,53	0,19	0,33	-0,09	-0,47	0,43	0,24	-0,14	0,11	0,03	0,04	-0,25	0,46	0,19	-0,04	-0,20	-0,09	-0,28	0,15	0,26	0,10	-0,37	0,78	1,00																																			
36.	Domínio	0,59	-0,51	-0,22	-0,17	-0,34	0,23	0,33	0,19	0,67	0,43	-0,37	0,36	0,26	0,47	-0,47	-0,46	0,65	0,07	0,02	0,28	-0,05	0,54	-0,60	-0,02	0,63	0,21	-0,41	-0,51	0,14	0,00	0,70	0,40	-0,74	0,42	0,43	1,00																																			
37.	Autonomia Afetiva	0,18	0,00	-0,26	0,09	-0,27	0,11	0,05	0,32	0,06	-0,29	0,20	-0,42	-0,05	-0,02	-0,08	0,40	-0,01	-0,31	-0,19	-0,03	0,17	0,30	-0,09	-0,62	0,19	0,22	-0,14	0,01	0,43	-0,27	0,08	0,09	-0,06	-0,56	-0,53	-0,07	1,00																																			
38.	Autonomia Intelectual	-0,64	0,46	0,34	0,17	0,34	-0,31	-0,45	-0,28	-0,66	-0,63	0,27	-0,44	-0,34	-0,53	0,49	0,46	-0,70	-0,15	-0,13	-0,15	0,16	-0,45	0,62	-0,05	-0,59	-0,19	0,51	0,52	-0,13	-0,19	-0,66	-0,51	0,74	-0,57	-0,48	-0,70	0,17	1,00																																			
39.	Egualitarismo	-0,17	0,49	-0,31	0,15	-0,04	0,06	-0,14	0,12	-0,27	-0,45	0,21	-0,56	-0,23	-0,33	0,11	0,50	-0,45	-0,23	0,15	-0,13	-0,04	-0,06	0,25	-0,44	-0,16	0,04	0,20	0,08	0,27	-0,19	-0,28	-0,10	0,31	-0,78	-0,86	-0,42	0,57	0,51	1,00																																			
40.	Cultura	0,39	-0,40	-0,20	0,20	-0,22	0,01	0,16	0,38	0,41	0,11	-0,34	0,08	0,41	0,15	-0,36	-0,34	0,38	-0,32	-0,17	0,35	0,15	0,42	-0,42	-0,49	0,44	0,10	-0,13	-0,40	0,45	0,19	0,44	0,34	-0,39	-0,14	-0,01	0,35	0,16	-0,25	-0,01	1,00																																			
41.	Felicidade	0,51	-0,34	-0,41	0,19	-0,36	0,11	0,17	0,49	0,49	0,22	-0,25	0,03	0,37	0,27	-0,44	-0,14	0,51	-0,25	-0,14	0,38	0,11	0,42	-0,49	-0,57	0,56	0,00	-0,17	-0,51	0,62	0,30	0,54	0,46	-0,45	-0,14	-0,16	0,31	0,28	-0,25	0,12	0,76	1,00																																			
42.	Valores Tradicionais	-0,61	0,21	0,55	0,18	0,56	-0,39	-0,29	-0,25	-0,64	-0,54	0,31	-0,36	-0,31	-0,55	0,55	0,39	-0,77	-0,13	-0,20	-0,18	0,17	-0,52	0,58	0,05	-0,72	-0,23	0,33	0,78	-0,29	-0,08	-0,69	-0,65	0,72	-0,34	-0,22	-0,54	0,01	0,62	0,18	-0,22	-0,38	1,00																																			
43.	Valores de Sobrevivência	0,57	-0,30	-0,49	0,07	-0,37	0,14	0,20	0,48	0,48	0,20	-0,28	0,01	0,39	0,26	-0,47	-0,15	0,53	-0,23	-0,07	0,34	0,07	0,45	-0,51	-0,55	0,65	0,01	-0,17	-0,59	0,64	0,29	0,54	0,48	-0,47	-0,13	-0,14	0,33	0,33	-0,27	0,13	0,75	0,89	-0,42	1,00																																			
44.	*Governance* Estabilidade Política	-0,13	-0,06	0,18	0,15	0,17	-0,21	-0,08	0,02	-0,10	-0,14	0,07	-0,15	0,05	-0,19	0,15	0,17	-0,21	-0,24	-0,23	0,07	0,24	-0,13	0,14	-0,16	-0,19	-0,07	0,12	0,19	0,01	0,01	-0,19	-0,19	0,22	-0,20	-0,12	-0,25	0,11	0,28	0,08	0,11	0,08	0,31	0,04	1,00																																			
45.	*Governance* Eficácia do Governo	0,29	-0,15	-0,29	0,15	-0,10	0,04	0,22	0,41	-0,23	-0,02	0,05	-0,25	0,14	0,05	-0,10	0,18	0,07	-0,36	-0,18	0,21	0,28	0,20	-0,33	-0,44	0,20	0,05	-0,24	-0,12	0,38	0,03	0,17	0,10	-0,13	-0,25	-0,24	0,00	0,38	-0,01	0,24	0,29	0,40	-0,05	0,37	0,19	1,00																																			
46.	*Governance* Qualidade dos Regulamentos	0,44	-0,28	-0,32	0,03	0,00	0,13	0,43	0,44	0,34	0,10	0,03	-0,19	0,17	0,13	-0,09	0,16	0,13	-0,41	-0,18	0,33	0,19	0,29	-0,41	-0,46	0,29	0,18	-0,43	-0,20	0,44	-0,02	0,26	0,10	-0,24	-0,09	-0,09	0,12	0,29	-0,12	0,10	0,25	0,36	-0,14	0,35	0,18	0,57	1,00																																			
47.	*Governance* Cumprimento das Regras	0,31	-0,27	-0,20	0,16	0,01	0,09	0,25	0,48	0,20	-0,07	0,07	-0,27	0,09	0,05	-0,08	0,25	0,05	-0,49	-0,24	0,29	0,20	0,28	-0,11	-0,65	0,20	0,18	-0,23	-0,15	0,49	0,00	0,17	0,09	-0,10	-0,31	-0,31	-0,01	0,45	0,03	0,30	0,36	0,47	-0,02	0,44	0,30	0,24	0,33	1,00																																		
48.	*Governance* Participação	0,16	-0,05	-0,21	0,15	-0,12	0,01	0,05	0,31	0,09	-0,15	0,09	-0,29	-0,01	-0,05	-0,09	0,25	-0,01	-0,33	-0,11	0,16	0,25	0,20	-0,16	-0,55	0,17	0,07	-0,05	-0,11	0,39	0,01	0,12	0,08	-0,03	-0,44	-0,44	-0,05	0,49	0,13	0,42	0,31	0,43	0,00	0,41	0,13	0,58	0,39	0,32	1,00																																		
49.	*Governance* Controlo da Corrupção	0,24	-0,18	-0,20	0,15	0,03	0,00	0,22	0,39	0,15	-0,11	0,09	-0,34	0,11	-0,07	0,00	0,28	-0,05	-0,48	-0,20	0,23	0,37	0,18	-0,26	-0,52	0,11	0,11	-0,22	-0,05	0,38	-0,05	0,08	0,02	-0,03	-0,32	-0,29	-0,08	0,40	0,08	0,28	0,28	0,36	0,05	0,33	0,12	0,65	0,48	0,21	0,60	1,00																																	
50.	Circulação de Jornais	-0,06	-0,41	0,42	0,19	0,43	-0,22	0,12	0,00	0,04	-0,06	0,31	-0,03	-0,05	0,05	0,34	0,13	-0,03	-0,33	-0,61	0,38	0,47	0,10	-0,03	-0,26	-0,07	0,20	-0,18	0,27	0,03	-0,20	-0,05	-0,32	0,06	0,10	0,24	-0,05	0,10	0,16	-0,26	-0,02	-0,08	0,27	-0,13	0,24	0,09	0,23	0,20	0,00	0,19	1,00																																
51.	Representação Proporcional	-0,84	0,55	0,50	0,23	0,37	-0,46	-0,65	-0,63	-0,70	-0,40	0,26	-0,21	-0,47	-0,60	0,45	0,20	-0,63	0,18	0,07	-0,33	-0,08	-0,66	0,65	0,22	-0,66	-0,34	0,63	0,52	-0,44	-0,01	-0,70	-0,52	0,75	-0,27	-0,26	-0,58	-0,18	0,63	0,23	-0,30	-0,39	0,60	-0,42	0,19	-0,23	-0,36	-0,22	-0,06	-0,16	0,02	1,00																																
52.	Índice de Democracia	0,21	-0,16	-0,19	0,18	-0,14	-0,11	-0,04	0,23	0,26	-0,01	-0,06	-0,16	0,14	-0,06	-0,24	-0,03	0,17	-0,36	-0,04	0,35	0,05	0,29	-0,39	-0,56	0,33	0,02	0,05	-0,29	0,34	0,22	0,30	0,23	-0,19	-0,33	-0,32	0,11	0,29	-0,02	0,29	0,56	0,64	-0,15	0,62	0,07	0,45	0,36	0,30	0,53	0,48	-0,04	-0,09	1,00																																
53.	*Ranking* Político	0,44	-0,42	-0,17	0,04	-0,03	0,12	0,26	0,36	0,44	0,13	-0,01	0,10	0,27	0,22	-0,26	-0,10	0,34	-0,41	-0,23	0,66	0,25	0,57	-0,41	-0,58	0,51	0,34	-0,25	-0,33	0,43	0,10	0,49	0,22	-0,35	-0,18	-0,12	0,23	0,20	-0,08	0,08	0,47	0,50	-0,21	0,50	0,11	0,27	0,37	0,38	0,31	0,29	0,23	-0,32	0,51	1,00																																
54.	Direitos Políticos	0,32	-0,09	-0,39	0,04	-0,37	0,11	0,05	0,34	0,32	0,01	0,25	0,08	-0,06	0,25	-0,25	0,14	0,41	-0,03	-0,09	0,29	0,01	0,41	-0,32	-0,53	0,55	0,13	0,00	-0,38	0,45	0,18	0,45	0,26	-0,31	-0,34	-0,43	0,08	0,54	0,01	0,41	0,24	0,52	-0,24	0,56	0,02	0,27	0,20	0,33	0,43	0,21	-0,07	-0,23	0,46	0,69	1,00																																
55.	Instabilidade Socio-Política	0,23	-0,29	-0,08	0,19	-0,26	-0,07	0,00	0,20	0,23	0,26	-0,53	0,11	0,18	0,23	-0,44	-0,29	0,33	-0,10	-0,21	0,31	0,12	0,11	-0,23	-0,29	0,24	-0,25	0,05	-0,40	0,39	0,39	0,27	0,36	-0,26	0,21	0,09	0,30	-0,04	-0,15	-0,16	0,64	0,72	-0,24	0,66	0,10	0,17	0,15	0,23	0,19	0,13	-0,02	-0,16	0,43	0,19	0,10	1,00																																

Anexo XV: Outros Efeitos do Ambiente de Negócios no Custo do Financiamento

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan. Para o sistema legal os países são classificados de acordo La Porta et al. (1997, 1998), Djankov et al. (2007) e Cumming et al. (2011). O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*", quando o mutuário tem uma notação de rating BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de rating BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de rating atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas: (i) as variáveis *dummy* para classificar cada um dos sistemas legais: «Lei Comum», «Lei Civil Francesa», «Lei Civil Germânica» e «Lei Civil Escandinava»; (ii) «Direitos dos Acionistas» que permite averiguar o nível de proteção dos acionistas; (iii) «Direitos dos Credores» que permite averiguar o nível de proteção legal dos credores; (iv) «Execução da Lei» que permite averiguar o grau de cumprimento ou execução das leis e regulamentos. A definição das variáveis do caso base consta da Tabela 4.2. São ainda utilizadas as variáveis «Contabilidade», «Evasão fiscal», «Reporte Transparente», «Auditoria», «Divulgação ao Mercado», «*Doing Business*», «Risco Global», «Gestão do Risco», que se encontram definidas no Apêndice. Como os sinais e a significância estatística para as variáveis relativas à origem legal, à proteção legal e aos outros fatores institucionais nas subamostras são iguais às apresentadas para a amostra total, por uma questão de economia de espaço não se reportam os resultados para essas subamostras. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

	Painel A			**Painel B**		**Painel C**				**Painel D**	**Painel E**		
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	**Todos**	***Junk Grade***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	**Todos**	***Junk Grade***
C	-247,09 ***	173,13 ***	20,23	-112,05 ***	497,69 ***	-73,36 ***	129,73 ***	439,25 ***	-20,74	-77,20 ***	84,31 *	-198,53 ***	418,25 ***
Lei Civil Francesa	-87,84 ***	-30,58 ***	-59,37 **	-137,06 ***	-155,89 ***	-122,30 ***	-46,10 ***	-107,35 ***	-125,05 ***	-118,85 ***	-44,25 ***	-108,80 ***	-149,56 ***
Lei Civil Germânica	-118,77 ***	-47,33 ***	-95,39 ***	-131,46 ***	-173,49 ***	-131,11 ***	-65,10 ***	-137,97 ***	-130,87 ***	-130,23 ***	-65,54 ***	-120,97 ***	-156,84 ***
Lei Civil Escandinava	-42,55 ***	-43,33 ***	-44,73	-75,63 ***	-132,53 ***	-73,54 ***	-54,08 ***	-120,50 ***	-72,34 ***	-72,44 ***	-52,29 ***	-71,09 ***	-133,63 ***
Direitos dos Credores	3,65 ***	-2,03	14,41 ***	-3,61 ***	8,13 *	-1,49 *	0,64	10,96 ***	-3,05 ***	-1,64 **	-0,08	-1,59 **	10,12 ***
Execução da Lei	27,60 ***	9,88 ***	53,80 ***	10,48 ***	31,24 ***	9,68 ***	7,11 ***	35,77 ***	5,89 ***	10,33 ***	5,10 ***	10,54 ***	26,69 ***
Direitos dos Acionistas	-207,49 ***	-61,49 ***	-245,02 ***	-184,08 ***	-215,78 ***	-162,80 ***	-73,36 ***	-216,60 ***	-152,82 ***	-162,22 ***	-65,16 ***	-157,66 ***	-219,92 ***
Contabilidade	-1,83 ***	-0,80 ***	-3,46 ***	-0,42 **	-1,75 *								
Evasão Fiscal	19,67 ***	2,08	21,95 ***	4,13 ***	9,55								
Reporte Transparente	15,45 ***	-15,67 ***	13,10										
Auditoria	-25,89 ***	1,96	-30,98 ***										
Divulgação ao Mercado				-78,55 ***	-23,04								
Doing Business						0,10	-0,13	-1,21 ***	0,07				
Risco Global										0,49	5,02 ***		
Gestão do Risco												21,43 ***	-7,98
R^2	0,60	0,67	0,57	0,59	0,57	0,58	0,65	0,56	0,54	0,58	0,65	0,58	0,56
Adj. R^2	0,60	0,66	0,57	0,59	0,56	0,58	0,65	0,56	0,54	0,58	0,65	0,58	0,56
Número de Observações	75435	8741	16491	77815	16570	79 480	8 931	16 709	53 840	79 480	8 931	79 466	16 709

Anexo XVI: Outros Efeitos dos Aspetos Culturais no Custo do Financiamento

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan. Para o sistema legal os países são classificados de acordo La Porta et al. (1997, 1998), Djankov et al. (2007) e Cumming et al. (2011). O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*", quando o mutuário tem uma notação de rating BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de rating BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de rating atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas: (i) as variáveis *dummy* para classificar cada um dos sistemas legais: «Lei Comum», «Lei Civil Francesa», «Lei Civil Germânica» e «Lei Civil Escandinava»; (ii) «Direitos dos Acionistas» que permite averiguar o nível de proteção dos acionistas; (iii) «Direitos dos Credores» que permite averiguar o nível de proteção legal dos credores; (iv) «Execução da Lei» que permite averiguar o grau de cumprimento ou execução das leis e regulamentos. A definição das variáveis do caso base consta da Tabela 4.2. São ainda utilizadas as variáveis relativas à principal língua falada e variáveis relativas à principal religião praticada no país do mutuário, que se encontram definidas no Apêndice. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

	Painel A				**Painel B**			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	-54,15 **	167,28 ***	275,99 **	39,75	-129,96 ***	151,87 ***	652,06 ***	-84,22 ***
Lei Civil Francesa	-56,00 ***	21,22 *	-2,71	-64,10 ***	-135,05 ***	-53,42 ***	-141,47 ***	-141,67 ***
Lei Civil Germânica	-92,85 ***	-9,86	-42,22	-105,71 ***	-116,21 ***	-69,23 ***	-121,16 ***	-123,96 ***
Lei Civil Escandinava	18,63 **	7,54	41,98	11,75	-47,26 ***	-60,09 ***	-146,08 ***	-50,38 ***
Direitos dos Credores	-14,88 ***	-1,72	-4,12	-17,59 ***	2,61 **	0,23	1,41	1,24
Execução da Lei	7,80 ***	2,02	0,84	4,56 **	-0,71	5,75 ***	5,75	-1,79
Direitos dos Acionistas	-33,52 ***	-46,09 ***	-114,78 ***	-44,68 ***	-137,79 ***	-78,82 ***	-145,85 ***	-138,39 ***
Língua Chinesa	-41,83 ***	-24,21 ***	10,67	-33,67 ***				
Língua Holandesa	22,97 ***	-68,44 ***	-124,48 ***	11,00				
Língua Francesa	-62,15 ***	-72,18 ***	-184,77 ***	-78,50 ***				
Língua Alemã	36,81 ***	-47,76 ***	-65,76 **	32,80 ***				
Língua Japonesa	-83,72 ***	-76,39 ***	-289,26 ***	-64,52 ***				
Língua Espanhola	-44,75 ***	-84,92 ***	-139,07 ***	-42,38 ***				
Língua Outra	-58,45 ***	-59,31 ***	-147,60 ***	-65,09 ***				
Religião Budista					-33,08 ***	-1,71	-120,70 ***	-18,42 ***
Religião Católica					32,29 ***	-2,52	-17,72	33,03 ***
Religião Muçulmana					54,22 ***	58,10	-35,09	48,23 ***
Religião Outra					8,14	-39,69 ***	-102,16 ***	11,57
R^2	0,59	0,66	0,57	0,54	0,58	0,65	0,57	0,54
Adj. R^2	0,59	0,66	0,57	0,54	0,58	0,65	0,56	0,54
Número de Observações	79480	8931	16709	53840	79480	8931	16709	53840

Anexo XVII: Outros Efeitos da *Governance* e da Política no Custo do Financiamento

Esta tabela apresenta regressões OLS corrigidas pelo método de White para a heteroscedasticidade. A amostra consiste em empréstimos sindicados constantes da Dealscan. Para o sistema legal os países são classificados de acordo La Porta et al. (1997, 1998), Djankov et al. (2007) e Cumming et al. (2011). O período da amostra refere-se aos anos entre 2000 e 2012 e apenas são incluídos os empréstimos sindicados concedidos às empresas não financeiras. A amostra é dividida em subamostras consoante o risco dos mutuários: "*Investment Grade*", quando o mutuário tem uma notação de rating BBB ou superior; "*Junk Grade*", quando o mutuário tem uma notação de rating BB ou inferior; "*No Rating*", quando o mutuário não tem notação de rating atribuída. A variável dependente é o «*Spread*» do empréstimo. Além das variáveis do caso base, são utilizadas como variáveis explicativas: (i) as variáveis *dummy* para classificar cada um dos sistemas legais: «Lei Comum», «Lei Civil Francesa», «Lei Civil Germânica» e «Lei Civil Escandinava»; (ii) «Direitos dos Acionistas» que permite averiguar o nível de proteção dos acionistas; (iii) «Direitos dos Credores» que permite averiguar o nível de proteção legal dos credores; (iv) «Execução da Lei» que permite averiguar o grau de cumprimento ou execução das leis e regulamentos. A definição das variáveis do caso base consta da Tabela 4.2. São ainda utilizadas as variáveis «*Transparência Económica/Institucional*», «*Transparência Política*», «*Liberdade de Imprensa*», «*Liberdade Digital (Internet)*», «Liberdade Política», que se encontram definidas no Apêndice. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente, para testes bilaterais.

	Painel A				**Painel B**				**Painel C**			
	Todos	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***	**Todos**	***Investment Grade***	***Junk Grade***	***No Rating***
C	8,48	170,23 ***	565,16 ***	55,28 **	-197,10 ***	229,16 ***	278,75	-154,51 ***	-48,17 **	94,80 **	374,63 ***	3,52
Lei Civil Francesa	-103,29 ***	-41,41 ***	-105,02 ***	-107,20 ***	3,69 ***	1,29	-1,19	4,74 ***	-123,48 ***	-47,52 ***	-144,35 ***	-126,45 ***
Lei Civil Germânica	-111,39 ***	-54,43 ***	-96,98 ***	-112,60 ***	-110,09 ***	-37,58 ***	-127,88 ***	-118,20 ***	-139,40 ***	-65,71 ***	-153,73 ***	-138,31 ***
Lei Civil Escandinava	-62,14 ***	-49,44 ***	-112,24 ***	-61,31 ***	-112,94 ***	-60,88 ***	-126,18 ***	-108,84 ***	-78,09 ***	-53,23 ***	-131,11 ***	-76,60 ***
Direitos dos Credores	0,21	1,75	11,56 ***	-1,51	-5,14 ***	3,00	5,65	-9,10 ***	-0,30	0,46	10,18 ***	-1,96 **
Execução da Lei	12,19 ***	6,05 ***	28,43 ***	8,39 ***	17,86 ***	7,41 **	36,07 ***	12,10 ***	12,50 ***	8,61 ***	27,78 ***	8,35 ***
Direitos dos Acionistas	-166,86 ***	-75,53 ***	-193,41 ***	-155,14 ***	-109,77 ***	-70,56 ***	-148,03 ***	-84,95 ***	-170,55 ***	-67,27 ***	-213,84 ***	-158,71 ***
Transparência Económica/Institucional	28,88 ***	16,75 ***	53,06 ***	26,99 ***								
Transparência Política	-9,60 ***	-3,65	-5,90	-8,38 ***								
Liberdade de Imprensa					0,49 ***	0,08	1,55 **	0,71 ***				
Liberdade Digital (Internet)					-0,90 ***	-0,28	-2,29 **	-1,34 ***				
Liberdade Política									4,41 ***	9,66 ***	5,77	3,47 ***
R^2	0,58	0,65	0,56	0,54	0,59	0,66	0,57	0,54	0,58	0,66	0,56	0,53
Adj. R^2	0,58	0,65	0,56	0,54	0,59	0,65	0,57	0,54	0,58	0,65	0,56	0,53
Número de Observações	79480	8931	16709	53840	72125	8243	16118	47764	78468	8853	16696	52919