

**LA CALIDAD DE LOS RESULTADOS E EL COSTO DE LA FINANCIACIÓN  
BANCARIA**

**Cecília M. Rendeiro do Carmo**

Equiparada a Professora Adjunta

Universidade de Aveiro, Instituto Superior de Contabilidade e Administração

**José António Cardoso Moreira**

Professor Auxiliar

Faculdade de Economia da Universidade do Porto/CEF.UP

**Maria Cristina Souto Miranda**

Professora Adjunta

Universidade de Aveiro, Instituto Superior de Contabilidade e Administração

**Area temática:** A) Información financiera e normalización contable  
B) Valoración e finanzas

**Palabras clave:** calidad de los resultados; *accruals*; costo de los préstamos bancarios.

# **LA CALIDAD DE LOS RESULTADOS E EL COSTO DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA**

## **Resumen**

La calidad de la información financiera es un factor adicional del riesgo asociado a la empresa. Si espera, por tanto, que la misma influye (negativamente) las condiciones contractuales de los préstamos bancarios. Este estudio trata de determinar si los bancos repercuten en el precio de los préstamos el riesgo asociado a la calidad de la información revelada por las empresas. La relación entre la calidad de los resultados y el costo de la financiación bancaria es analizada para una muestra de empresas portuguesas no cotizadas.

La calidad de los resultados es operacionalizada a través de medidas basadas en los resultados; el costo de la financiación bancaria es obtenido por la relación entre gastos por intereses y el pasivo financiero. La evidencia empírica preliminar parece confirmar la expectativa.

## ***A QUALIDADE DOS RESULTADOS E O CUSTO DO FINANCIAMENTO BANCÁRIO***

### **Resumo**

*A qualidade da informação financeira é um factor adicional do risco associado à empresa. Espera-se, por isso, que influencie (negativamente) as condições contratuais dos empréstimos bancários. Neste estudo procura-se averiguar se os bancos repercutem no preço dos empréstimos o risco subjacente à qualidade da informação divulgada pelas empresas. A relação entre a qualidade dos resultados e o custo do financiamento bancário é testada para uma amostra de empresas portuguesas não cotadas.*

*A qualidade dos resultados é operacionalizada através das seguintes propriedades dos resultados: o sinal (positivo ou negativo) dos resultados líquidos, a dimensão dos resultados líquidos positivos, a dimensão dos resultados operacionais e os accruals totais; o custo do financiamento bancário é medido pela relação entre os gastos com juros e o passivo financeiro. A evidência empírica preliminar parece corroborar a expectativa.*

## 1. Introdução

O Acordo Basileia II veio impor aos bancos novas exigências em termos de avaliação do risco dos seus clientes de crédito, passando a mesma a fazer-se através de sistemas de notação interna baseados nas informações qualitativas e quantitativas acerca do mutuário. Um inquérito<sup>1</sup> realizado no segundo semestre de 2004 junto de vários bancos europeus com a finalidade de conhecer o tipo de informação que os bancos pretendiam exigir (ou já exigiam) para cumprir com os requisitos de Basileia II, permitiu concluir que muita da informação em que se baseiam as notações já vinha sendo recolhida pelos bancos, sendo a mesma analisada agora de forma mais completa e sistemática. Os resultados do inquérito mencionado permitiram enumerar como determinantes do preço dos empréstimos bancários: a notação interna, garantias diversas, o prazo do empréstimo e a existência de convénios de dívida.

Sendo a notação interna baseada em informação financeira proporcionada pela empresa, questiona-se se a qualidade dessa informação financeira influencia o preço dos empréstimos bancários. A este respeito, um dos principais bancos portugueses, a Caixa Geral de Depósitos, refere no seu site<sup>2</sup> *«As empresas que forneçam mais e melhor informação, demonstrem capacidade adequada à satisfação dos seus compromissos e apresentem garantias adequadas serão, assim, melhor classificadas, resultando daí poupança de capital para o banco e spreads mais baixos para as empresas»*.

Desta afirmação parece resultar uma contrapartida para as empresas que proporcionem informação financeira de qualidade, isto é, um menor custo do financiamento bancário. Ou seja, poder-se-á dizer que os bancos penalizarão as empresas cuja informação não seja de qualidade, por via de um maior prémio de risco. Neste contexto, o presente estudo procura averiguar se existe de facto uma relação (negativa) entre a qualidade da informação financeira e custo do financiamento bancário, esperando-se encontrar evidência empírica corroborativa da existência de tal relação.

A qualidade da informação financeira é medida através das seguintes propriedades dos resultados: o sinal (positivo ou negativo) dos resultados líquidos; a dimensão dos resultados líquidos positivos; a dimensão dos resultados operacionais e a dimensão dos *accruals* totais. O custo do financiamento bancário é operacionalizado a partir da relação entre os gastos com juros e o passivo financeiro.

---

<sup>1</sup> [http://europa.eu.int/comm/enterprise/entrepreneurship/financing/basel\\_2.htm](http://europa.eu.int/comm/enterprise/entrepreneurship/financing/basel_2.htm) (Comissão Europeia, 2005).

<sup>2</sup> [http://www.cgd.pt/empresas/Investimento/invest\\_Basileia.htm](http://www.cgd.pt/empresas/Investimento/invest_Basileia.htm), consultado em 14/02/2008.

Este estudo constitui uma primeira abordagem à relação entre qualidade dos resultados e custo do financiamento bancário. Será desenvolvido, posteriormente, em vários sentidos, nomeadamente, com a medição da qualidade dos resultados através da magnitude dos *accruals* discricionários e com a consideração de outros determinantes do custo do financiamento bancário.

A amostra objecto de estudo foi retirada da base de dados SABI (versão 32 de Janeiro de 2009) e inclui as sociedades por quotas e anónimas sem valores cotados em bolsa e com informação financeira não consolidada disponível para exercícios económicos compreendidos entre 1998 e 2007.

Depois desta introdução o estudo desenvolve-se da seguinte forma: no ponto 2 contextualiza-se o tema na literatura; no ponto 3 estabelece-se a relação entre a «qualidade dos resultados» e o custo do financiamento bancário tendo por pano de fundo a realidade empresarial portuguesa; no ponto 4 formaliza-se a hipótese, descreve-se a amostra e definem-se as variáveis; no ponto 5 discutem-se os resultados e, finalmente, apresentam-se as conclusões.

## **2. Revisão de literatura**

### **2.1 Conceito de «qualidade dos resultados»**

Um resultado de qualidade pode ser entendido como aquele que permite reflectir o actual desempenho operacional da empresa, prever o desempenho operacional futuro e determinar o valor da empresa (Dechow e Schrand, 2004). No entanto, as características de que o resultado se deve revestir para atingir aqueles objectivos não são entendidas da mesma forma por todos os utilizadores da informação financeira, envolvendo diferentes níveis de relevância e fiabilidade que não são observáveis pelos investigadores.

O estudo de Ball e Brown (1968) apresenta uma das primeiras abordagens à qualidade dos resultados através da sua relação com os preços de mercado. Este estudo deu origem a uma vasta linha de investigação que mede o conteúdo informativo dos resultados para o mercado de capitais, quantificado através do coeficiente de resposta dos resultados (ERC - *Earnings Response Coefficient*). O ERC mede a reacção dos preços e rendibilidades do mercado a variações no resultado, considerando-se que quanto maior for, maior é a capacidade do resultado prever os fluxos de caixa futuros e maior é a sua utilidade. O conceito de utilidade subjacente, designado na literatura de *value relevance*, capta uma combinação de relevância e fiabilidade.

Uma segunda abordagem à qualidade dos resultados consiste em verificar se o mesmo possui determinadas propriedades consideradas desejáveis pelos utilizadores no contexto de determinada decisão, ignorando qualquer intervenção de carácter oportunista por parte do preparador da informação. O papel do resultado na determinação do valor da empresa e na contratação são os cenários mais frequentemente tratados na literatura.

No que respeita à determinação do valor da empresa, é importante que o resultado permita prever com precisão os resultados e fluxos de caixa e futuros, pelo que são desejáveis resultados persistentes, isto é, que se repitam no tempo. Assim se justifica a preferência dos analistas financeiros por este tipo de resultados, operacionais, dada a respectiva capacidade de estabelecerem uma ponte entre o presente e o futuro da empresa (Bricker et al., 1995; Graham et al., 2002). Um resultado transitório, embora possa ajudar a traduzir o verdadeiro desempenho presente da empresa, não é de qualidade para efeitos de avaliação. Consequentemente, a partir do que se acaba de referir, um resultado cujo padrão de reduzida variabilidade é conseguido à custa de práticas de alisamento, embora não represente fidedignamente o desempenho actual da empresa, possui informação relevante acerca dos fluxos de caixa futuros, sendo por isso de qualidade para efeitos de avaliação da empresa.

Outra propriedade considerada pelos investidores consiste no sinal dos resultados. Hayn (1995), Collins, Maydew et al. (1997) e Collins, Pincus et al. (1999) verificaram que os investidores olham para os resultados negativos como transitórios, logo com reduzida capacidade de predição dos resultados e fluxos de caixa futuros. Por esse motivo os resultados negativos apresentam menores coeficientes de resposta face a resultados positivos de igual magnitude.

No que respeita à contratação, é importante que o resultado transmita fidedignamente o desempenho passado da gestão e seja um indicador do seu comportamento no futuro. De um modo geral, os gestores têm fortes motivações para sobreavaliar o resultado, seja para obter maiores remunerações, seja para ocultar dos financiadores uma situação financeira degradada. Neste contexto, um resultado preparado sob critérios prudentes é visto pelos proprietários e pelos financiadores como desejável na medida em que evita a saída de fundos da empresa, reduzindo o risco moral para as partes contratantes.

Uma terceira abordagem à qualidade dos resultados consiste em tomar a presença de práticas de manipulação dos resultados, independentemente das

motivações subjacentes, como indicador de falta de qualidade do mesmo. Esta abordagem é objecto de maior detalhe no ponto seguinte.

## **2.2 A manipulação dos resultados e a «qualidade dos resultados»**

Schipper (1989) e Healy e Wahlen (1999) apresentam duas definições de manipulação dos resultados consideradas de referência na respectiva literatura<sup>3</sup>. Para Schipper (1989, p. 92) a manipulação do resultado consiste na intervenção intencional do preparador no processo de elaboração da informação financeira, contrária àquela que deveria ser uma intervenção de carácter neutro, com o propósito de obter uma vantagem<sup>4</sup>. Segundo Healy e Wahlen (1999, p. 368) a manipulação dos resultados ocorre quando os gestores, na preparação de informação financeira ou na estruturação das transacções, utilizam o seu julgamento para enganar alguns utilizadores quanto ao verdadeiro desempenho económico da empresa ou para influenciar o resultado de determinados contratos cuja execução depende da informação contabilística<sup>5</sup>.

Das definições apresentadas depreende-se que a manipulação dos resultados é possível porque as normas contabilísticas são flexíveis, exigindo a sua aplicação juízos de valor por parte do preparador da informação financeira. Tal flexibilidade, que existe para que o gestor possa adoptar os critérios que resultem em informação mais relevante, pode ser utilizada de forma oportunista no sentido de obter um determinado benefício, para ele próprio ou para a empresa, em prejuízo de outros interessados.

Embora a manipulação dos resultados possa, em algumas circunstâncias, dar origem a práticas de fraude, não é nesse sentido que é aqui entendida, decorrendo das definições apresentadas que esta prática ocorre dentro da legalidade das normas contabilísticas. No entanto, do ponto de vista contabilístico existe uma violação dos princípios contabilísticos, uma vez que são postas em causa a relevância e a fiabilidade da informação, que é o mesmo que dizer, a sua qualidade.

---

<sup>3</sup> Para uma revisão da literatura sobre manipulação dos resultados ver Healy e Wahlen (1999), Beneish (2001) e Stlowy e Breton (2004).

<sup>4</sup> A definição original é «[earnings management is] the purposeful intervention in the external financial reporting process, with the intent of obtaining some private gain (as opposed to, say, merely facilitating the neutral operation of the process).»

<sup>5</sup> A definição original é « Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.»

Para que a manipulação dos resultados se concretize tem que existir motivação por parte do gestor e oportunidade para a concretizar, sendo estes os factores chave para a identificação de situações em que a qualidade da informação possa estar em causa. As três hipóteses da Teoria Positiva da Contabilidade definem um conjunto de situações em que o gestor tem interesse em agir sobre o resultado contabilístico, prevendo o sentido da eventual manipulação.

Os primeiros estudos sobre manipulação dos resultados testaram e confirmaram aquelas hipóteses. A título de exemplo, Healy (1985) testa a hipótese do plano de compensação, concluindo que os gestores de empresas com esse tipo de planos fazem escolhas contabilísticas no sentido de aumentar o resultado do período corrente e dessa forma obter maiores níveis de remuneração. Sweeney (1994) testa a hipótese do contrato de dívida, verificando que empresas que entraram em incumprimento num determinado ano, haviam procedido em anos anteriores a alterações de políticas contabilísticas que permitissem aumentar o resultado e, assim, adiar o incumprimento. E Jones (1991) testa a hipótese dos custos políticos, constatando que empresas envolvidas em investigações sobre ajudas à importação procuraram, durante o período da investigação, minimizar o resultado contabilístico, acreditando que um menor resultado induzia ao aumento daquelas ajudas.

As motivações para a manipulação dos resultados não se esgotam nas três hipóteses da Teoria Positiva da Contabilidade, incluindo também motivações associadas ao contexto do mercado de capitais, à minimização do imposto sobre o rendimento a pagar e a imposições de regulamentação específica do sector de actividade (Dechow e Schrand, 2004; Healy e Wahlen, 1999).

No que respeita à oportunidade para que a manipulação dos resultados ocorra, a mesma resulta da liberdade que o gestor tem para decidir quando, como e por quanto contabilizar uma determinada operação, bem como da possibilidade de ocultar essa actuação. A manipulação dos resultados pode ocorrer através da estruturação das operações – por exemplo, a antecipação ou diferimento de uma venda – ou através de decisões puramente contabilísticas – por exemplo, a adopção antecipada de uma norma; a alteração voluntária de uma política contabilística; ou a determinação da quantia e momento para o reconhecimento de ajustamentos associados ao princípio da especialização e da prudência, os designados *accruals* (Ayres, 1994).

A manipulação dos resultados através dos *accruals* é a que tem merecido maior atenção por parte dos investigadores por ser, certamente, a que melhor serve os interesses dos gestores, uma vez que é menos visível do que, por exemplo, uma alteração de política contabilística e, contrariamente à estruturação de operações, não

tem qualquer implicação nos fluxos de caixa da empresa, o que evita, pois, neste último caso, a intervenção de terceiros estranhos à empresa no processo de manipulação.

A importância dos *accruals* na avaliação da qualidade dos resultados não se esgota na análise da sua fiabilidade através da detecção de práticas de manipulação. Os *accruals* permitem também avaliar se o gestor fez uso do seu julgamento e do seu conhecimento do negócio para transmitir informação mais relevante do que aquela que é dada pelos fluxos de caixa. No ponto seguinte abordam-se com maior detalhe estas duas perspectivas.

### **2.3 A medição da «qualidade dos resultados» através dos *accruals***

Os *accruals* – que em português se podem traduzir como “variações do fundo de manei”, são a diferença entre os resultados e os fluxos de caixa de um período, sendo o seu reconhecimento ditado pela aplicação dos princípios da especialização dos exercícios e da prudência. Os resultados são mais relevantes do que os fluxos de caixa, pois estes não captam determinados aspectos do desempenho da empresa quando o mesmo é compartimentado em curtos períodos de tempo. Através dos julgamentos, estimativas e previsões subjacentes ao reconhecimento e mensuração dos *accruals* o gestor transmite informação mais oportuna e com maior capacidade preditiva relativamente aos fluxos de caixa (Dechow, 1994; Dechow et al. 1998).

No entanto, os *accruals* também podem tornar o resultado menos fiável do que os fluxos de caixa, se os julgamentos e estimativas forem enviesados ou contiverem erros. Deste modo, a medição da qualidade dos resultados através dos *accruals* pressupõe que se identifiquem aqueles que colocam em causa a fiabilidade do resultado, por resultarem de negligência do preparador ou de práticas de manipulação dos resultados.

A investigação sobre manipulação dos resultados proporciona metodologias para a avaliação da fiabilidade do resultado através dos *accruals*. A aplicação destas metodologias pressupõe, necessariamente, um contexto de forte motivação para essa actuação e considera que determinadas rubricas dos *accruals* são mais propensas a serem manipuladas. A qualidade do resultado é tanto menor quanto maior for a magnitude dos *accruals* discricionários, designação dada à parte dos *accruals* totais que foi objecto de manipulação.

Partindo do pressuposto, ainda que simplista, de que os *accruals* associados à actividade normal da empresa tendem a manter-se constantes ao longo do tempo, Healy (1985) associa grandes variações no valor absoluto dos *accruals* à presença de

*accruals* discricionários reconhecidos com o intuito de manipular o resultado num determinado sentido.

No entanto, a actividade da empresa sofre variações ao longo do tempo e os *accruals* totais não permitem controlar essas possíveis variações, pelo que a metodologia mais utilizada para isolar o efeito dos *accruals* discricionários é um modelo do tipo Jones (1991), que controla os efeitos de alterações naquela actividade.

A qualidade do resultado pode também ser avaliada na perspectiva do seu conteúdo monetário, isto é, pela parte do mesmo que se materializa em fluxos de caixa no futuro. Vários estudos documentam que a componente *accruals* dos resultados é menos persistente do que os fluxos de caixa, o que implica que quanto maior for aquela menor tende a ser o conteúdo monetário dos resultados e, conseqüentemente, a sua qualidade (Sloan, 1996; Xie, 2001; Dechow e Dichev, 2002 e Richardson, Sloan et al., 2005).

## **2.4 Determinantes do custo do financiamento bancário**

O custo do financiamento bancário, traduzido numa taxa de juro, contempla o custo do dinheiro acrescido de um prémio. Este reflecte, para além da margem de negociação do banco, o risco de incumprimento e os custos de monitorização.

São vários os factores que podem influenciar os referidos componentes da taxa de juro, desde factores macroeconómicos, até factores relacionados com a empresa, passando pelas características do empréstimo e do banco. A qualidade da informação financeira é um dos determinantes do custo do financiamento bancário e o impacto que tem neste custo depende de determinantes relacionados com factores específicos da empresa, que se apresentam de seguida.

### **2.4.1 A situação económica e financeira da empresa**

A decisão de conceder um empréstimo e a definição das condições do mesmo, envolvem uma prévia avaliação criteriosa do risco de incumprimento da empresa, sendo o mesmo repercutido pelo banco na taxa de juro ou noutros termos contratuais. Perante empresas com maior risco, os bancos podem, para além de exigir uma taxa de juro superior, limitar a quantia e prazo do empréstimo (Strahan, 1999); exigir garantias reais ou pessoais (Berger e Udell, 1990; Jimenez e Saurina, 2004; Booth e Booth, 2006) ou introduzir cláusulas restritivas de certas actuações da empresa no sentido do aumento do seu risco ou da diminuição do seu património (Carey et al., 1993).

Para avaliar o risco de incumprimento o banco baseia-se, em grande medida, em indicadores económico-financeiros. Neles o banco procura informação que lhe permita avaliar a capacidade que a empresa tem para gerar, através das suas actividades correntes, fluxos de caixa em quantia e prazo adequados ao cumprimento do serviço da dívida. Bonfin (2006) considera que a rendibilidade, a liquidez, a autonomia financeira da empresa e a evolução recente do investimento e das vendas são os factores mais decisivos na avaliação das probabilidades de incumprimento das empresas portuguesas.

A estrutura dos activos não correntes da empresa também influencia o risco de incumprimento. Em empresas com um elevado montante de activos fixos tangíveis, os bancos podem repercutir este risco tomando os activos da empresa como garantia dos pagamentos futuros, evitando exigir taxas de juro mais elevadas. Os bancos dificilmente aceitam os activos intangíveis como garantia, pois de um modo geral, este tipo de activos só tem valor no contexto da empresa o que impossibilita a sua venda separada (Guimón, 2005).

De um modo geral, as empresas com melhores indicadores económico-financeiros e com um maior montante de activos fixos tangíveis apresentam uma menor probabilidade de incumprimento e, por isso, beneficiarão de um menor custo do financiamento.

#### **2.4.2 A qualidade da informação disponível**

A correcta avaliação do risco de incumprimento, um dos principais determinantes do custo do financiamento, pressupõe que a informação proporcionada pela empresa traduza de forma inequívoca a sua realidade económica e financeira. A probabilidade de que a informação não seja de qualidade, por não permitir uma correcta avaliação dos fluxos de caixa futuros da empresa, traduz-se num factor de risco adicional para o banco, o risco de informação. Para suportar este risco o banco exige um prémio, o que se traduzirá num maior custo do financiamento para as empresas com informação de pior qualidade.

A sujeição das demonstrações financeiras à auditoria externa é uma forma de a empresa sinalizar a qualidade da sua informação, reduzindo risco a suportar pelo banco e, conseqüentemente, o custo do financiamento. Blackwell et al. (1998) e Kim et al. (2007) constataram que a sujeição de forma voluntária das demonstrações financeiras à auditoria externa permitiu às empresas que o fizeram, reduzir as taxas de juro dos empréstimos bancários. No contexto de empresas que acedem ao mercado

de obrigações pela primeira vez, Pittman e Fortin (2004) verificaram que a reputação do auditor influencia as taxas de juro, verificando-se que as empresas cujos auditores pertencem às grandes empresas internacionais de auditoria tendem a suportar custos de financiamento mais baixos, sendo este efeito mais acentuado para as empresas que estão em bolsa há menos tempo e que por isso são menos conhecidas no mercado.

A presença de uma empresa no mercado de capitais é, à partida, um factor indicativo de mais e melhor informação produzida pela empresa. Booth (1992) e Ackert et al. (2007) verificam que as empresas com valores cotados em bolsa beneficiam de menores taxas de juro nos empréstimos bancários, relativamente a empresas sem valores cotados. Booth (1992) verifica ainda que esta vantagem é maior para as empresas cujas obrigações têm melhores notações de crédito, dado tratar-se de informação adicional acerca da situação económica e financeira da empresa.

#### **2.4.3 O relacionamento entre o banco e a empresa**

Os bancos são considerados agentes privilegiados no relacionamento com as empresas e no acesso à sua informação, facto que advém, por um lado, da proximidade e continuidade das relações de financiamento que se vão estabelecendo ao longo do tempo e, por outro, da possibilidade de existirem outros tipos de contrato com a empresa, nomeadamente, de depósito.

Este tipo de relação proporciona aos bancos vantagens competitivas ao nível da avaliação do risco de incumprimento e do esforço de monitorização que, a serem repercutidas nas taxas de juro, proporcionam à empresa um menor custo relativamente a outras formas de financiamento. O efeito do relacionamento entre banco e empresa (*relationship lending*) no custo do financiamento pode resultar de três aspectos: a duração da relação, a existência de outro tipo de contratos com o banco e o número de bancos com que a empresa se relaciona.

A duração da relação e o número de contratos existentes entre banco e empresa tendem a estar negativamente associados às taxas de juro praticadas nos empréstimos bancários (Petersen e Rajan, 1994; Berger e Udell, 1995; Blackwell e Winters, 1997; Brau, 2002; Brick e Palia 2007). No que respeita ao efeito do número de bancos com que uma empresa se relaciona no custo do financiamento bancário existem duas perspectivas, cada qual assente em evidência empírica.

A primeira defende que quanto maior o número de bancos com que uma empresa se relaciona, menor a taxa de juro dos empréstimos bancários (Bonfin, 2007),

pois se os bancos concorrerem entre si, a obtenção de fundos junto de vários bancos por parte de uma empresa força os bancos a diminuírem as taxas para captarem clientes.

A segunda perspectiva considera que os bancos tendem a proporcionar menores taxas de juro a empresas que se relacionem com um número reduzido de bancos. Esta relação deve-se às economias de escala ao nível dos custos de monitorização de que pode beneficiar o banco quando presta um maior número de serviços financeiros a uma dada empresa (Petersen e Rajan, 1994; Blackwell e Winters, 1997).

#### **2.4.4 A idade da empresa, a dimensão e o sector de actividade**

A idade e a dimensão da empresa são variáveis que tendem a estar inter-relacionadas, uma vez que a dimensão se vai construindo ao longo do tempo. De um modo geral, é expectável que as empresas mais antigas e de maior dimensão sejam menos arriscadas e, conseqüentemente, obtenham financiamento bancário a menor custo relativamente a empresas mais jovens e de menor dimensão.

Admitindo que as empresas, com o passar dos anos, crescem em termos de valor dos activos e de rentabilidade, então as empresas maiores e mais velhas apresentam uma situação económica e financeira que pressupõe um menor risco de incumprimento. Contrariamente, nas empresas mais jovens os constrangimentos financeiros são maiores, o que agrava aquele risco e pode, potencialmente, levar à falência da empresa. Bonfin (2006), num estudo que tem por objecto empresas portuguesas, verifica que a taxa de incumprimento das empresas tende a aumentar até ao seu quarto ano de vida, momento a partir do qual começa a decair.

A quantidade de informação de que o banco dispõe acerca da empresa, e a informação publicamente disponível sobre a mesma, tende a ser também função da idade da empresa. Diamond (1989) demonstra que, com o passar do tempo, as empresas vão formando as suas histórias de crédito no mercado, minimizando os riscos de selecção adversa para os financiadores. As maiores assimetrias de informação verificadas nos primeiros anos de vida da empresa agravam o risco de informação das empresas mais jovens (Berger e Udell, 1995).

A dimensão da empresa influencia também o risco de informação pois uma maior dimensão impõe formas de organização mais eficientes, uma gestão profissionalizada e, ainda, maiores exigências legais na divulgação de informação, nomeadamente, a sujeição à auditoria externa.

Um outro aspecto susceptível de influenciar o custo do financiamento bancário é o sector de actividade em que a empresa se insere, pois cada sector de actividade comporta diferentes níveis de risco de negócio e de complexidade técnica e económica, factores que influenciam o risco de incumprimento e o esforço de monitorização dos bancos (Shailer, 1999). Bonfin (2006) encontra diferenças significativas no risco de incumprimento entre os vários sectores de actividade das empresas portuguesas objecto de estudo. A autora identifica o sector das pescas e das indústrias extractivas como os mais arriscados.

\* \* \*

O custo do financiamento bancário é influenciado por factores específicos da empresa, nomeadamente, a sua situação económica e financeira e a qualidade de informação disponível sobre a mesma. Outros aspectos, como a idade da empresa, a sua dimensão e tipo de actividade podem influenciar quer a situação económica e financeira da empresa, quer a qualidade da sua informação financeira, por isso determinam também a custo do seu financiamento bancário.

No ponto seguinte estabelece-se a relação entre a qualidade dos resultados e o custo do financiamento bancário das empresas portuguesas. Para tal, é importante caracterizar o contexto de relato financeiro e de financiamento das empresas objecto de estudo.

### **3. A relação entre a «qualidade dos resultados» e o custo do financiamento bancário das empresas portuguesas**

#### **3.1 A qualidade da informação financeira no contexto português**

A investigação sobre a qualidade da informação financeira tem tomado como objecto, geralmente, empresas de países de influência anglo-saxónica, com especial atenção para os Estados Unidos da América. Deste modo, os incentivos associados às opções contabilísticas dos gestores têm como pano de fundo um contexto económico e legal que se caracteriza por (Moreira, 2008):

- grandes empresas geridas por gestores profissionais (geralmente agentes dos proprietários) e auditadas pelas maiores empresas de auditoria;
- mercados de capitais dinâmicos, onde tais empresas obtêm a maior parte do capital de que necessitam para financiar as suas actividades, seja através da colocação de dívida (obrigações), seja através da emissão de acções;

- elevada independência entre a contabilidade empresarial e o sistema fiscal, permitindo que as escolhas contabilísticas reflectidas nas demonstrações financeiras possam ser diferentes das soluções fiscais.

Num contexto diferente, como é o caso português, as condicionantes das escolhas contabilísticas dos gestores e da qualidade da informação financeira serão necessariamente diferentes.

Em Portugal, as pequenas e médias empresas são o motor da economia. Segundo um estudo realizado pelo *IAPMEI - Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação*, no final de 2005, as pequenas e médias empresas representavam 99,6% do total das empresas constituídas sob a forma de sociedade, eram responsáveis por 75,2% do emprego do sector privado e por 56,4 % do volume de negócios (IAPMEI, 2008).

E o motor da economia encontra no sistema bancário a sua principal fonte de financiamento. De acordo com informação do Banco Central Europeu e do Banco de Portugal, em Dezembro de 2006, 31% da estrutura de financiamento das empresas portuguesas consistia em empréstimos de instituições de crédito. Os restantes 69% repartiam-se por: títulos de dívida, 9%; acções cotadas em bolsa, 20%; e acções (e quotas) não cotadas em bolsa 40% (Gameiro e Ribeiro, 2007). Estes dados demonstram também a pouca expressão do mercado de capitais como fonte de financiamento das empresas portuguesas.

A este contexto económico e financeiro junta-se um regime legal do tipo *code law* onde as regras contabilísticas emanam do Estado e, por isso, atendem aos seus interesses, nomeadamente, de arrecadar receita fiscal. Portugal configura, assim, um sistema contabilístico de influência continental caracterizado por (Moreira, 2006):

- um forte alinhamento entre a propriedade e a gestão, sendo a maioria das empresas gerida pelos proprietários e por isso não é afectada por problemas de agência;
- empresas que obtêm os seus fundos financeiros dos bancos e não são restringidas por convénios de dívida (*debt covenants*) formais;
- um forte alinhamento entre a contabilidade e o sistema fiscal.

Neste ambiente, o relato financeiro tende a ser, para a maioria das empresas portuguesas, «a obrigação de prestar contas» à administração fiscal e não um verdadeiro sistema de comunicação com os *stakeholders*. Deste modo, a minimização do imposto a pagar e a necessidade de apresentar uma boa imagem económico-financeira perante a banca ditam as actuações dos gestores sobre o resultado (e.g.

Moreira 2008). Por um lado, as empresas desejam pagar menos impostos e sendo o resultado contabilístico a base para a determinação do imposto a pagar, o gestor procurará diminuí-lo. Por outro, o gestor pretende manter a sua fonte de financiamento a um custo razoável e para tal tem que apresentar indicadores de desempenho positivo, o que o impele a aumentar o resultado.

Estes dois incentivos, de sentido oposto, delimitam a margem de manipulação do gestor e constroem a manipulação do resultado quer no sentido ascendente, quer no sentido descendente. A dependência face ao financiamento bancário tende a contribuir, de certa forma, para a melhoria da qualidade da informação financeira (Martins e Moreira, 2008) exercendo uma função disciplinadora da actuação da gestão idêntica a que resulta das pressões do mercado de capitais (Burgstahler, Hail et al. 2006).

### **3.2 A informação financeira na relação entre empresa e banco**

Em Portugal, e até poucos anos atrás, a concessão de um empréstimo por um banco baseava-se, sobretudo, no conhecimento que o gerente do banco tinha do empresário e da sua actividade, acumulado ao longo dos anos através dos diferentes negócios que se iam estabelecendo e com base na reputação que o empresário ia construindo no meio local. Este tipo de relação pautava-se pela proximidade e informalidade e a informação financeira era, essencialmente, um pró-forma a cumprir e um complemento à tomada de decisão.

Esta realidade foi evoluindo tendo a informação financeira, aos poucos, vindo a conquistar importância no processo de tomada da decisão de financiamento. Os bancos começaram a desenvolver metodologias de análise de risco baseadas, em grande medida, em informação económica e financeira proporcionada pela empresa, passando as mesmas a servir de base às decisões tomadas. Esta evolução tem um marco importante com o início da implementação do Acordo Basileia II, por volta de 2000, passando os critérios de análise de risco a serem mais rigorosos, transparentes e uniformes entre os bancos.

A análise do risco dos clientes de crédito é agora feita com base em sistemas de notação interna, que obedecem a critérios claramente definidos e cuja elaboração assenta em informação qualitativa e quantitativa acerca do mutuário. As informações de carácter quantitativo são obtidas dos relatórios financeiros e contas anuais, dos orçamentos empresariais e das declarações de impostos. A informação qualitativa é obtida, em grande medida, através do contacto directo com os gestores das empresas.

Com base nesta informação, o banco atribui à empresa uma notação de *rating* que sintetiza o seu perfil de risco. Esta notação vai sendo actualizada ao longo da relação de financiamento através de nova informação, servindo não só para decidir a concessão e as condições de novos empréstimos, mas também para rever aqueles que já existem.

Rácios que reflectem o endividamento, a rendibilidade e a liquidez estão entre os principais factores que determinam a notação de *rating*. Deste modo, a imagem económica e financeira da empresa é determinante não só para a aprovação do financiamento, mas também para a obtenção e manutenção de taxas de juro favoráveis. Perante esta nova realidade, a informação financeira passa a ser uma valiosa moeda de troca, através da qual os gestores podem obter melhores condições de financiamento no pressuposto de que o banco repercutirá na taxa de juro a poupança que lhe advém quer de menores custos de obtenção de informação, quer de uma avaliação mais eficiente do risco da empresa.

O presente estudo procurará aferir se realmente os bancos premeiam a qualidade da informação financeira, através da exigência de uma menor taxa de juro, isto é, se existe uma relação negativa entre a qualidade da informação financeira e o custo do financiamento bancário.

No ponto seguinte desenvolvem-se os aspectos metodológicos do estudo.

## **4. Metodologia**

### **4.1 Hipótese**

A definição e revisão das condições dos empréstimos bancários, nomeadamente a fixação da respectiva taxa de juro, baseiam-se em grande medida na informação económica e financeira proporcionada pela empresa. A qualidade dessa informação constitui, assim, um factor adicional de risco para o qual o banco exige um prémio. Deste modo, é de esperar que, mantendo tudo o resto constante, empresas com informação financeira de pior qualidade suportem um custo do financiamento bancário superior a empresas que apresentem informação financeira de melhor qualidade, o que, em princípio, será equivalente a considerar que os bancos premeiam com menores taxas de juro as empresas que apresentam informação financeira de melhor qualidade.

Tomando a qualidade do resultado contabilístico como indicador do nível de qualidade da informação financeira, espera-se que o custo do financiamento bancário

esteja negativamente relacionado com a qualidade do resultado contabilístico. Esta intuição é assim formalizada na seguinte hipótese de investigação:

*H<sub>1</sub>: O custo do financiamento bancário das empresas portuguesas não cotadas em bolsa está negativamente relacionado com a qualidade do seu resultado contabilístico.*

No ponto seguinte descrevem-se as variáveis custo do financiamento bancário e qualidade do resultado.

#### **4.2 Definição das variáveis e modelo de análise**

Como *proxy* do custo do financiamento bancário utilizou-se o rácio entre juros e dívida financeira média do período. A dívida financeira inclui todas as rubricas do passivo relativamente às quais a empresa suporta juros, o que inclui as dívidas a instituições de crédito, os empréstimos por obrigações e por títulos de participação, outros empréstimos e os fornecedores de imobilizado conta corrente, que reflectem os financiamentos por locação financeira.

A qualidade dos resultados é operacionalizada através do sinal do resultado líquido, da dimensão dos resultados líquidos positivos, dos resultados operacionais e dos *accruals* totais. Na medida em que os resultados constituem um indicador de criação de riqueza por parte da empresa consideram-se os resultados positivos como sendo de melhor qualidade do que os resultados negativos e que essa qualidade é tanto maior quanto maior for a dimensão dos resultados positivos relativamente aos recursos utilizados para os gerar. Quanto aos *accruals* totais, como é corrente na literatura (e.g. Healy, 1985), por serem o componente do resultado operacional mais propício à manipulação, considera-se que quanto maior for o seu valor absoluto menor é a qualidade do resultado.

A relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade dos resultados é analisada de uma forma exploratória, para cada um dos anos da amostra, através de regressões lineares simples que emulam a correlação entre a variável custo do financiamento de um ano e as variáveis sinal do resultado líquido, resultado líquido (positivo), resultado operacional e *accruals* totais do ano anterior, assim definidas:

$$CF_i = \beta_1 SINAL_i + \varepsilon_i$$

$$CF_i = \beta_2 RLEP_i + \varepsilon_i$$

$$CF_i = \beta_3 RO_i + \varepsilon_i$$

$$CF_i = \beta_4 TA_i + \varepsilon_i$$

Onde:

$CF_i$  é o custo do financiamento bancário dado pelo rácio:  $Juros_{it} / (Dívidas a instituições de crédito_{it} + Dívidas a instituições de crédito_{it-1} + Empréstimos por obrigações_{it} + Empréstimos por obrigações_{it-1} + Empréstimos por títulos de participação_{it} + Empréstimos por títulos de participação_{it-1} + Fornecedores de imobilizado conta corrente_{it} + Fornecedores de imobilizado conta corrente_{it-1})/2$ .

$SINAL_i$ : é uma variável dicotómica que assume o valor 1 quando o resultado líquido do exercício anterior é positivo e 0 caso contrário.

$RLEP_i$ : é o resultado líquido do exercício anterior estandardizado pelo total do activo no início do exercício anterior, para as observações em que o mesmo é positivo.

$RO_i$ : é o resultado operacional do exercício anterior estandardizado pelo total do activo no início do exercício anterior para as observações em que o resultado líquido do exercício é positivo.

$TA_i$ : são os *accruals* totais do exercício anterior estandardizados pelo total do activo no início do exercício anterior. Os *accruals* totais são a diferença entre o resultado operacional e os fluxos de caixa operacionais sendo determinados da seguinte forma:  $(Activo Circulante_{it} - Depósitos e Caixa_{it} - Fornecedores conta corrente de curto prazo_{it}) - (Activo Circulante_{it-1} - Depósitos e Caixa_{it-1} - Fornecedores conta corrente de curto prazo_{it-1})$ .

$i$ : é o índice da empresa.

$\varepsilon_i$  = representa o erro de estimação.

A utilização de variáveis explicativas desfasadas um período baseia-se no pressuposto de que as condições de financiamento definidas pelos bancos se baseiam nas demonstrações financeiras do exercício económico mais recente.

A confirmação da relação negativa entre custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira pressupõe que  $\beta_1, \beta_2$  e  $\beta_3$ , sejam negativos e  $\beta_4$  seja positivo.

### 4.3 Selecção e descrição da amostra

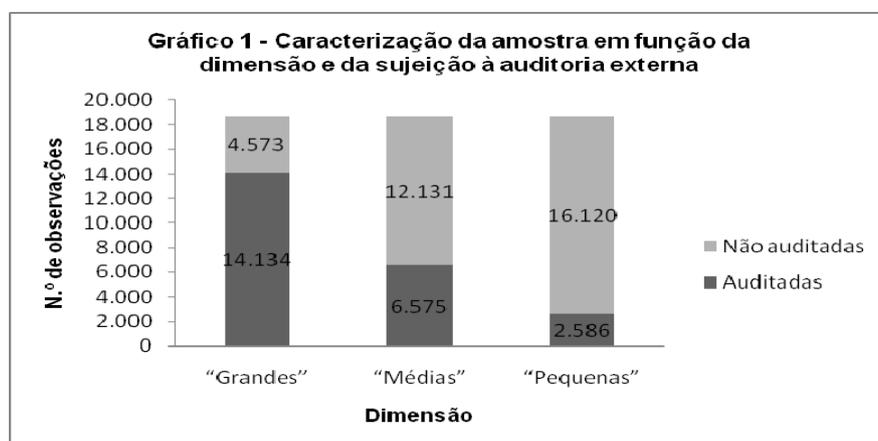
A amostra objecto de estudo foi retirada da base de dados *SABI*, versão 32 de Janeiro de 2009, e inclui todas as empresas portuguesas que assumam a forma jurídica de sociedade por quotas ou de sociedade anónima, com contas disponíveis para o período 1998 a 2007, que não tenham valores cotados em bolsa e com um total do activo no último ano disponível igual ou superior a 1.000.000 de euros. Por razões que se prendem com o regime contabilístico subjacente à definição dos *accruals* não se consideram as empresas pertencentes ao sector financeiro. Assim, obteve-se uma amostra global de 29.737 empresas, correspondendo a 297.370 observações.

A amostra final após o desfasamento das variáveis e a eliminação das observações para as quais existiam valores em falta (*missing values*) é de 56.119 observações. Na tabela 1 sistematiza-se a selecção da amostra:

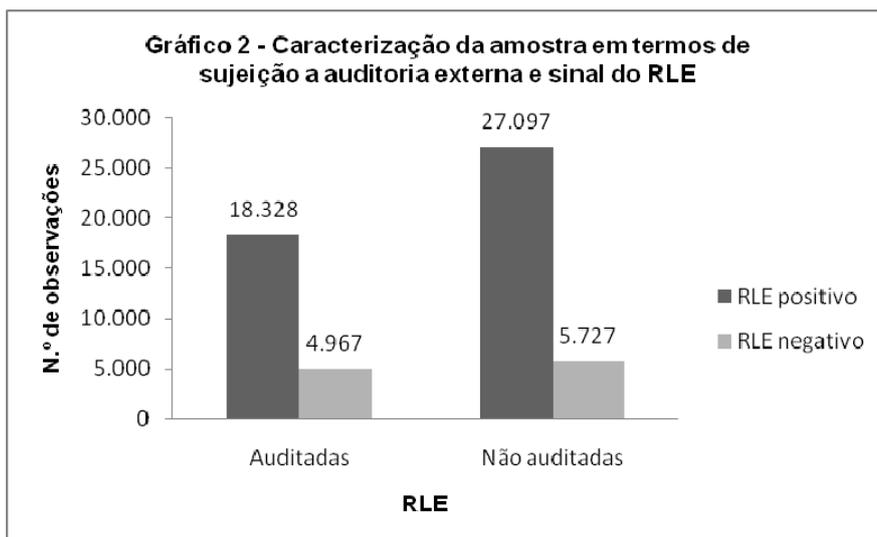
**Tabela 1 – Selecção da amostra**

	<b>Empresas</b>	<b>Observações</b>
Empresas portuguesas com contas disponíveis no período 1998-2007, com forma jurídica de sociedade por quotas ou sociedade anónima, com um activo do último ano disponível superior a 1.000.000 euros e não pertencentes ao sector financeiro.	29.737	297.370
Observações depois do desfasamento das variáveis.		267.633
Observações após a eliminação de valores em falta ( <i>missing values</i> ).		56.119

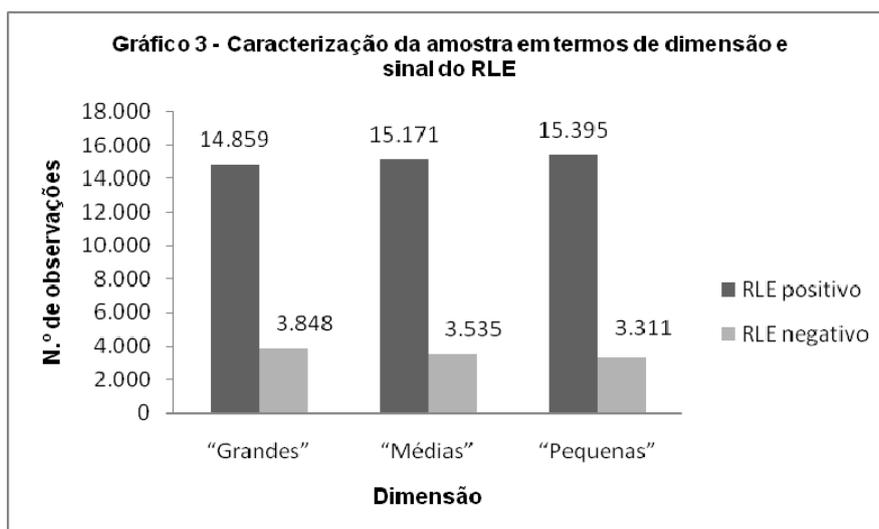
A amostra foi analisada de acordo com as seguintes características consideradas relevantes do ponto de vista da análise que se pretende efectuar: a dimensão, a sujeição ou não a auditoria externa e o sinal, positivo ou negativo, do resultado líquido do exercício (RLE). Para captar a dimensão das empresas dividiu-se a amostra em função do total do activo em três subgrupos de igual número de observações que designamos por “pequenas”, “médias” e “grandes”.



O número de observações considerado em cada um dos grupos “grandes”, “médias” e “pequenas” é de aproximadamente 18.706 observações. Como seria de esperar, a maior parte das “grandes” empresas está sujeita a auditoria externa. No total a amostra conta com 23.295 observações relativas a empresas auditadas e 32.824 observações relativas a empresas não auditadas. De entre as empresas auditadas a esmagadora maioria - 22.367 observações - tem a forma jurídica de sociedade anónima.



Do total de observações, 45.425 apresentam valores positivos para o resultado líquido do exercício e 10.694 valores negativos para esta rubrica. Quando se compara o grupo de observações de empresas auditadas com as não auditadas verifica-se que a proporção de observações com resultado líquido positivo é idêntica, sendo de aproximadamente 80%.



A relação entre observações com resultado líquido positivo (ou negativo) e o total das observações mantém-se sensivelmente constante ao longo das três categorias de dimensão consideradas.

**Tabela 2 – Estatísticas descritivas da variável custo do financiamento considerando as características da amostra**

	Todas as observações		Obs. com RLE positivo		Obs. com RLE negativo	
	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana
<b>Todas as observações</b>	14,58%	9,45%	14,91%	9,66%	13,07%	8,53%
<b>Auditadas</b>	14,80%	9,32%	15,16%	9,59%	13,34%	8,34%
<b>Não auditadas</b>	14,42%	9,52%	14,73%	9,70%	12,84%	8,63%
<b>“Grandes”</b>	14,06%	8,73%	14,44%	8,95%	12,42%	7,79%
<b>“Médias”</b>	14,41%	9,49%	14,76%	9,73%	12,79%	8,51%
<b>“Pequenas”</b>	15,26%	10,18%	15,52%	10,33%	14,06%	9,47%

Seguindo a tabela 2, verifica-se que ao longo dos vários subgrupos considerados, a média do financiamento é muito superior à mediana, o que indicia a existência de valores extremos que inflacionam o valor da média.

Os valores do custo do financiamento em termos de mediana não variam significativamente quando se comparam empresas auditadas e não auditadas, embora as empresas auditadas apresentem valores inferiores, o que é consistente com o facto de a auditoria conferir maior credibilidade à informação financeira. Quando se comparam “pequenas” e “grandes” empresas as diferenças são mais notórias, com as “pequenas” empresas a suportarem um maior custo do financiamento relativamente às “grandes”. Esta evidência indicia que a auditoria, embora proporcione informação de maior qualidade, pode não ser determinante na definição da taxa de juro do financiamento, existindo outros factores, nomeadamente a dimensão, que a influenciam significativamente.

Ao contrário do esperado, as empresas com resultado líquido do exercício negativo apresentam valores para o custo do financiamento inferiores aos das empresas que apresentam resultados positivos. Esta evidência leva a que se questione se realmente o sinal dos resultados é, para os financiadores, um factor de qualidade da informação financeira susceptível de influenciar o custo do financiamento.

As estatísticas da variável custo do financiamento foram também testadas para cada um dos anos da amostra verificando-se em cada um deles o mesmo tipo de relações anteriormente explanados.

**Tabela 3 – Estatísticas descritivas da variável *accruals* totais\* considerando as características da amostra**

	Todas as observações		Obs. com RLE positivo		Obs. com RLE negativo	
	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana
<b>Todas as observações</b>	0,6518	0,0308	0,6183	0,0373	0,8049	0,0035
<b>Auditadas</b>	1,1996	0,0246	1,1508	0,0322	1,3942	-0,0004
<b>Não auditadas</b>	0,2629	0,0357	0,2571	0,0413	0,2925	0,0091
<b>“Grandes”</b>	1,2693	0,0282	1,1680	0,0339	1,7016	0,0058
<b>“Médias”</b>	0,4981	0,0299	0,4896	0,0367	0,5384	0,0018
<b>“Pequenas”</b>	0,1879	0,0352	0,2086	0,0422	0,0887	0,0028

(\* estandardizados pelo total do activo no final do exercício anterior)

No que concerne à variável *accruals* totais, cujas estatísticas se apresentam na tabela 3, verifica-se mais uma vez a existência de valores extremos que inflacionam o valor da média relativamente à mediana. Considerando apenas a mediana verifica-se que os *accruals* totais são superiores para as empresas não auditadas relativamente às auditadas, relação que se mantém entre observações com resultado líquido positivo e negativo. Esta evidência parece ser consistente com o facto de a auditoria conferir maior qualidade aos resultados implicando, assim, uma menor componente de *accruals* nos mesmos.

Quando se comparam “grandes” e “pequenas” empresas com resultado líquido positivo, constata-se que a mediana dos *accruals* totais é menor nas “grandes”. Este facto pode dever-se tão só ao facto destas “grandes” empresas estarem, na sua maioria, sujeitas a auditoria externa (vide gráfico 1). No entanto, a mesma conclusão não é válida para as observações com resultado líquido negativo, onde se verifica o oposto.

De salientar ainda que, em termos absolutos, a mediana dos *accruals* totais é inferior nas observações com resultado líquido negativo relativamente às que apresentam resultados positivos, para as várias subdivisões da amostra, o que indicia que os resultados negativos são de melhor qualidade face aos positivos. Colocam-se assim algumas interrogações sobre se a magnitude dos *accruals* totais e o sinal dos resultados captam a qualidade dos resultados de uma forma consistente.

**Tabela 4 – Estatísticas descritivas da variável resultado líquido do exercício\* considerando as características da amostra**

Todas as observações	Obs. com RLE positivo	Obs. com RLE negativo
----------------------	-----------------------	-----------------------

	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>
<b>Todas as observações</b>	0,0378	0,0147	0,1031	0,0223	-0,2612	-0,0342
<b>Auditadas</b>	0,0550	0,0155	0,1563	0,0250	-0,3483	-0,0361
<b>Não auditadas</b>	0,0257	0,0141	0,0671	0,0207	-0,1854	-0,0328
<b>“Grandes”</b>	0,0566	0,0151	0,1443	0,0237	-0,3170	-0,0298
<b>“Médias”</b>	0,0160	0,0141	0,0981	0,0211	-0,3722	-0,0339
<b>“Pequenas”</b>	0,0409	0,0148	0,0678	0,0222	-0,0880	-0,0405

(\* estandardizado pelo total do activo no final do exercício anterior)

Dos valores apresentados na tabela 4 relativamente à variável resultado líquido do exercício, salienta-se o facto de, em termos absolutos e para os vários subgrupos analisados, os resultados negativos serem superiores aos resultados positivos. Esta evidência é consistente com a possível prática de manipulação dos resultados para evitar perdas transformando pequenas perdas em pequenos ganhos, bem como com a prática de reduzir grandes ganhos.

As estatísticas relativas ao resultado operacional seguem padrões idênticos aos do resultado líquido do exercício, sendo o sinal deste em grande medida determinado por aquele.

No ponto seguinte apresentam-se os resultados obtidos a partir das regressões efectuadas entre o custo do financiamento bancário e as variáveis representativas da qualidade dos resultados.

## 5. Análise dos resultados

Os resultados das regressões lineares efectuadas, aplicando o método dos mínimos quadrados e sob o pressuposto da normalidade dos resíduos, apenas se apresentam com alguma significância estatística para a variável sinal do resultado líquido do exercício, o que coloca em causa existência de uma relação linear entre o custo do financiamento bancário e as variáveis representativas da qualidade dos resultados.

Na tabela seguinte apresentam-se os valores dos coeficientes obtidos através das regressões para os vários anos.

**Tabela 5 – Resultados das regressões entre custo do financiamento e as variáveis representativas da qualidade dos resultados**

<b>Variável</b>		<b>Sinal esperado</b>	<b>Coefficiente (<math>\beta</math>)</b>	<b>P-value</b>	<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>
<b>TA</b>	2000		0,0069	0,0001	0,01
	2001		0,0517	0,0000	0,02

	2002	+	0,0275	0,0000	0,01
	2003		0,1692	0,0000	0,07
	2004		0,3286	0,0000	0,13
	2005		0,0126	0,0000	0,01
	2006		0,0349	0,0000	0,02
	2007		0,0001	0,0002	0,00
<b>SINAL</b>	2000	-	0,1760	0,0000	0,44
	2001		0,1734	0,0000	0,47
	2002		0,1632	0,0000	0,44
	2003		0,1543	0,0000	0,42
	2004		0,1472	0,0000	0,40
	2005		0,1568	0,0000	0,43
	2006		0,1402	0,0000	0,40
	2007		0,1368	0,0000	0,39
<b>RLEP</b>	2000	-	0,0291	0,0002	0,01
	2001		1,5007	0,0000	0,24
	2002		1,4184	0,0000	0,21
	2003		1,7764	0,0000	0,25
	2004		1,0418	0,0000	0,15
	2005		1,2519	0,0000	0,20
	2006		0,4468	0,0000	0,08
	2007		0,0014	0,0000	0,00
<b>RO</b>	2000	-	0,0291	0,0000	0,01
	2001		1,1231	0,0000	0,30
	2002		1,0431	0,0000	0,27
	2003		1,2816	0,0000	0,31
	2004		0,9211	0,0000	0,21
	2005		0,8933	0,0000	0,22
	2006		0,3554	0,0000	0,10
	2007		0,0009	0,0001	0,00

O grau de ajustamento linear entre o custo do financiamento bancário e as variáveis *accruals* totais, dimensão do resultado líquido positivo e dimensão dos resultados operacionais é reduzido. Para além disso, apenas o sinal da relação entre o custo do financiamento e a variável *accruals* totais parece corroborar a expectativa de que, quanto maior a dimensão deste componente dos resultados, menor a sua qualidade e maior o custo do financiamento.

O sinal do resultado líquido do exercício é a variável que apresenta um maior grau de associação com a variável explicada. Porém, o sinal dessa associação é contrário ao esperado não parecendo que a presença de resultados líquidos positivos signifique para os financiadores, pelo menos por si só, resultados de maior qualidade. Este aspecto merece uma análise mais detalhada, nomeadamente, da influência de outros factores determinantes do custo do financiamento como a dimensão da empresa, a idade e o sector de actividade.

As regressões foram também efectuadas ao longo dos vários subgrupos da amostra não se verificando diferenças importantes entre empresas auditadas e não auditadas ou entre “grandes” e “pequenas”.

No ponto seguinte apresentam-se as principais conclusões deste estudo no ponto em que neste momento se encontra.

## 6. Conclusões

O trabalho que aqui se apresenta consiste numa primeira e muito preliminar abordagem à relação existente entre custo do financiamento bancário e qualidade dos resultados das empresas portuguesas. Apenas se tiveram em consideração as estatísticas descritivas do estudo. Como tal, é ainda apenas um esboço cheio de limitações mas não menos oportunidades de investigação futura.

A relação entre o custo do financiamento e as variáveis sinal dos resultados líquidos e dimensão dos resultados líquidos positivos suscita desde logo a necessidade de saber se existem outras medidas que, na perspectiva dos financiadores, captam de forma mais fidedigna a qualidade dos resultados ou se existem outros factores determinantes do custo do financiamento bancário não considerados na análise, tais como a dimensão da empresa, o sector de actividade ou a idade.

No que concerne à variável *accruals* totais, embora a sua relação com o custo do financiamento tenha sido confirmada, a mesma carece de uma análise mais profunda a fim de se saber se a mesma resulta ou não da componente discricionária dos *accruals*.

## 7. Bibliografia

- Ackert, L. F., R. Huang, et al. (2007). "Information Opacity, Credit Risk, and the Design of Loan Contracts for Private Firms." Financial Markets, Institutions & Instruments **16**(5): 221-242.
- Ayres, F. L. (1994). "Perceptions of earnings quality: What managers need to know." Management Accounting **75**(9): 27.
- Ball, R. J. and P. Brown (1968). "An empirical evaluation of accounting income numbers." Journal of Accounting Research **6**(2): 159-178.
- Berger, A. N. and G. F. Udell (1990). "Collateral, loan quality and bank risk." Journal of Monetary Economics **25**(1): 21-42.
- Berger, A. N. and G. F. Udell (1995). "Relationship lending and lines of credit in small firm finance." Journal of Business **68**(3): 351.
- Blackwell, D. W., T. R. Noland, et al. (1998). "The Value of Auditor Assurance: Evidence from Loan Pricing." Journal of Accounting Research **36**(1): 57-70.
- Blackwell, D. W. and D. B. Winters (1997). "Banking relationships and the effect of monitoring on loan pricing." Journal of Financial Research **20**(2): 275.
- Bonfin, D. (2006). Factores Determinantes do Risco de Crédito: O Contributo de Características das Empresas e da Envolvente Macroeconómica . Relatório de Estabilidade Financeira, Banco de Portugal.

- Booth, J. R. (1992). "Contract Costs, Bank Loans, and the Cross-Monitoring Hypothesis." Journal of Financial Economics **31**(1): 25.
- Booth, J. R. and L. C. Booth (2006). "Loan Collateral Decisions and Corporate Borrowing Costs." Journal of Money, Credit & Banking **38**(1): 67-90.
- Brau, J. C. (2002). "Do banks price owner-manager agency costs? An examination of small business borrowing." Journal of Small Business Management **40**(4): 273.
- Brick, I. E. and D. Palia (2007). "Evidence of jointness in the terms of relationship lending." Journal of Financial Intermediation **16**(3): 452.
- Bricker, R., G. Previts, et al. (1995). "Financial analyst assessment of company earnings quality." Journal of Accounting, Auditing & Finance **10**(3): 541.
- Burgstahler, D. C., L. Hail, et al. (2006). "The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms." Accounting Review **81**(5): 983-1016.
- Carey, M., S. Prowse, et al. (1993). The economics of the Private Placement Market. Washington, DC, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Collins, D. W., E. L. Maydew, et al. (1997). "Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years." Journal of Accounting and Economics **24**(1): 39-67.
- Collins, D. W., M. Pincus, et al. (1999). "Equity valuation and negative earnings: The role of book value of equity." The Accounting Review **74**(1): 29.
- Dechow, P. M. (1994). "Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance : The role of accounting accruals." Journal of Accounting and Economics **18**(1): 3-42.
- Dechow, P. M. and I. D. Dichev (2002). "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors." Accounting Review **77**(4): 35.
- Dechow, P. M., S. P. Kothari, et al. (1998). "The relation between earnings and cash flows." Journal of Accounting and Economics **25**(2): 133.
- Dechow, P. M. and C. M. Schrand (2004). Earnings Quality.
- Diamond, D. W. (1989). "Reputation Acquisition in Debt Markets." Journal of Political Economy **97**(4): 828.
- Gameiro, I. M. and N. G. Ribeiro (2007). "Custo de financiamento das empresas portuguesas " Boletim Económico **1** (3): 103-117.
- Graham, C. M., M. V. Connie, et al. (2002). "Analyzing Financial Analysts." Journal of Management Research (09725814) **2**(2): 63.
- Guimón, J. (2005). "Intellectual capital reporting and credit risk analysis." Journal of Intellectual Capital **6**(1): 28.
- Hayn, C. (1995). "The information content of losses." Journal of Accounting and Economics **20**(2): 125-153.
- Healy, P. M. (1985). "The effect of bonus schemes on accounting decisions." Journal of Accounting and Economics **7**(1-3): 85-107.
- Healy, P. M. and J. M. Wahlen (1999). "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting." Accounting Horizons **13**(4): 365-383.
- IAPMEI, I. d. A. à. P. e. M. E. e. à. I. (2008). "Sobre as PME's em Portugal." Disponível em [http://www.iapmei.pt/resources/download/sobre\\_pme\\_2008.pdf](http://www.iapmei.pt/resources/download/sobre_pme_2008.pdf). Consultado em Dezembro de 2008.
- Jimenez, G. and J. Saurina (2004). "Collateral, type of lender and relationship banking as determinants of credit risk." Journal of banking & Finance **28**(9): 2191.
- Jones, J. J. (1991). "Earnings Management During Import Relief Investigations." Journal of Accounting Research **29**(2): 193-228.
- Kim, J.-B. V., D. A. Simunic, et al. (2007). Voluntary Audit and the Cost of Debt Capital for Privately Held Firms: Korean Evidence, SSRN.

- Martins, O. R. S. and J. A. C. Moreira (2008). "Endividamento bancário e qualidade da informação financeira: um estudo para o caso português." Trabalho galardoado com o 2.º Prémio do Concurso Aberto do "Prémio de Contabilidade 08, Luiz Chaves de Almeida" da APOTEC, Jornal de Contabilidade da APOTEC (forthcoming).
- Moreira, J. A. C. (2006). "Are financing needs a constraint to earnings management? Evidence for private Portuguese firms". Discussion Paper nº 10, Faculdade de Economia da Universidade do Porto, disponível em <http://www.fep.up.pt/investigacao/cete/papers/DP0610.pdf>.
- Moreira, J. A. C. (2008). "A manipulação dos resultados das empresas: um contributo para o estudo do caso português." Jornal de Contabilidade da APOTEC. (n.º 373 e 374): pp. 112-120 e 144-153.
- Petersen, M. A. and R. G. Rajan (1994). "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data." Journal of Finance **49**(1): 3-37.
- Pittman, J. A. and S. Fortin (2004). "Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms." Journal of Accounting and Economics **37**(1): 113-136.
- Richardson, S. A., R. G. Sloan, et al. (2005). "Accrual reliability, earnings persistence and stock prices." Journal of Accounting & Economics **39**(3): 437.
- Schipper, K. (1989). "Earnings Management." Accounting Horizons **3**(4): 91.
- Shailer, G. E. P. (1999). "The relevance of owner-manager signals and risk proxies to the pricing of bank loans." Accounting and Business Research **30**(1): 57.
- Sloan, R. G. (1996). "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?" Accounting Review **71**(3): 289-315.
- Strahan, P. E. (1999). "Borrower risk and the price and nonprice terms of bank loans." Federal Reserve Bank of New York Staff Reports (90).
- Sweeney, A. P. (1994). "Debt-covenant violations and managers' accounting responses." Journal of Accounting and Economics **17**(3): 281-308.
- Xie, H. (2001). "The Mispricing of Abnormal Accruals." Accounting Review **76**(3): 357.