



Universidade de Aveiro Departamento de Economia, Gestão e Engenharia
2013 Industrial

**Cecília Margarita
Rendeiro do Carmo**

**Custo do Financiamento Bancário e Qualidade da
Informação Financeira**



Universidade de Aveiro Departamento de Economia, Gestão e Engenharia
2013 Industrial

**Cecília Margarita
Rendeiro do Carmo**

**Custo do Financiamento Bancário e Qualidade da
Informação Financeira**

Estudos para Empresas Sem Valores Cotados em Bolsa



**Cecília Margarita
Rendeiro do Carmo**

**Custo do Financiamento Bancário e Qualidade da
Informação Financeira**

Estudos para Empresas Sem Valores Cotados em Bolsa

Tese apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Doutor em Contabilidade, realizada sob a orientação científica do Doutor José António Cardoso Moreira, Professor Auxiliar da Faculdade de Economia da Universidade do Porto e a coorientação da Doutora Maria Cristina Souto Miranda, Professora Adjunta do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro.

Dedico este trabalho ao meu marido e aos meus filhos.

o júri

presidente

Prof. Doutor Vasile Staicu
Professor Catedrático da Universidade de Aveiro

Prof. Doutora Lúcia Maria Portela Lima Rodrigues
Professora Associada com Agregação da Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho

Prof. Doutora Maria José da Silva Fernandes
Professora Coordenadora com Agregação do Instituto Politécnico do Cávado e do Ave

Prof. Doutor Joaquim Carlos da Costa Pinho
Professor Associado da Universidade de Aveiro

Prof. Doutor José António Cardoso Moreira
Professor Auxiliar da Faculdade de Economia da Universidade do Porto (Orientador)

Prof. Doutor Paulo Alexandre Pimenta Alves
Professor Auxiliar da Faculdade de Economia e Gestão da Universidade Católica Portuguesa

Prof. Doutor Jorge Manuel Afonso Alves
Professor Adjunto do Instituto Politécnico de Bragança

Prof. Doutora Maria Cristina Souto Miranda
Professora Adjunta do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro (Coorientadora)

agradecimentos

Ao meu orientador e à minha coorientadora agradeço o saber e a experiência que partilharam comigo e a prontidão com que sempre responderam às minhas solicitações.

À *Bureau van Dijk* e à Universidade Católica do Porto agradeço a permissão para aceder à base de dados *Amadeus*.

Ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro agradeço o semestre de dispensa de serviço docente concedido para a conclusão da presente Tese.

Aos meus familiares e aos meus amigos agradeço o apoio, a compreensão e o carinho demonstrados durante este longo caminho.

palavras-chave

Custo do Financiamento Bancário, Qualidade da Informação Financeira, Qualidade dos Resultados, Empresas sem Valores Cotados em Bolsa.

resumo

A Tese é constituída por três estudos distintos mas ligados pela temática do custo do financiamento bancário e da qualidade da informação financeira, em empresas sem valores cotados em bolsa.

No primeiro estudo analisa-se a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira nas empresas portuguesas. A qualidade da informação financeira é entendida como sinónimo de qualidade dos resultados e é medida através do valor absoluto dos *accruals* anormais. Os resultados obtidos demonstram a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira nas empresas portuguesas sem valores cotados em bolsa.

No segundo estudo alarga-se a análise anterior a empresas sem valores cotados em bolsa do Reino Unido, Alemanha, França e Espanha, realizando-se também uma comparação entre esses países e Portugal. A evidência empírica deste estudo permite concluir que existe uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira em todos os países, com exceção do Reino Unido. Este país apresenta-se como um caso particular entre os países analisados, onde a qualidade da informação financeira parece apenas influenciar o custo de determinados tipos de empréstimos.

No terceiro estudo analisa-se o efeito que a deterioração da qualidade da informação financeira, consubstanciada na apresentação de resultados negativos, tem no custo do financiamento bancário das empresas portuguesas. A evidência obtida demonstra que as empresas que verificam tal deterioração suportam um aumento do custo do financiamento bancário.

keywords

Cost of Bank Debt, Financial Information Quality, Earnings Quality, Private Firms.

abstract

The thesis is composed of three distinct but related studies, linked by the subject of the relationship between the cost of bank debt and financial information quality in private firms.

The first study tests whether there is a relationship between the cost of bank debt and the financial information quality, in a sample of Portuguese private firms. Financial information quality is understood as synonymous of earnings quality and is measured by the absolute value of abnormal accruals. The results suggest that there is a negative relationship between the cost of bank debt and the information quality in Portuguese private firms.

The second study extends the previous analysis to private firms in the United Kingdom, Germany, France and Spain, also conducting a comparison between these countries and Portugal. The empirical evidence suggests that there is a negative relationship between the cost of bank debt and the financial information quality in all countries, except the United Kingdom. This country seems to be a special case among the countries analyzed, where the financial information quality appears to influence only the cost of certain types of loans.

The third study analyzes the effect that the deterioration in the quality of financial information, reflected in the presentation of negative earnings, has on the cost of bank debt, in a sample of Portuguese private firms. The empirical evidence suggests that firms experiencing such deterioration support an increase in the cost of bank debt.

Índice

1. Introdução.....	1
1.1 O tema dos estudos.....	2
1.2 Motivação dos estudos	5
1.3 Metodologia e dados.....	8
1.4 A estrutura da Tese	9
2. O Conceito de Qualidade da Informação Financeira	15
2.1 Informação financeira e resultado contabilístico.....	16
2.2 Qualidade da informação financeira (dos resultados)	17
2.3 Medição da qualidade dos resultados	21
2.3.1 Medidas baseadas nos <i>accruals</i>	21
2.3.2 Outras medidas	28
3. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira.....	37
3.1 Os custos de agência, a qualidade da informação financeira e o custo do financiamento	38
3.2 O risco de informação, a qualidade da informação financeira e o custo do financiamento	43
3.3 A redução do custo do financiamento como incentivo à qualidade da informação financeira	46
3.4 Evidência empírica sobre a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira	48
3.4.1 Qualidade da informação financeira operacionalizada através dos <i>accruals</i> anormais	49
3.4.2 Qualidade da informação financeira operacionalizada através da sujeição das demonstrações financeiras à auditoria externa.....	58
3.4.3 Qualidade da informação financeira operacionalizada através da qualidade da auditoria externa	62
3.4.4 Qualidade da informação financeira operacionalizada através de outras <i>proxies</i> . 65	
4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas sem Valores Cotados em Bolsa.....	71
4.1 Introdução.....	72
4.2 O contexto institucional e empresarial português.....	75
4.3 Desenvolvimento e formulação da hipótese de investigação	78
4.4 Metodologia	80
4.4.1 O modelo	80
4.4.2 Variável custo do financiamento bancário.....	82

4.4.3	Variável qualidade da informação financeira	83
4.4.4	Variáveis de controlo	86
4.5	Seleção da amostra e estatísticas descritivas	88
4.6	Resultados.....	94
4.6.1	Análise univariada	94
4.6.2	Análise multivariada.....	96
4.6.3	Análise de sensibilidade	104
4.7	Conclusão.....	118
5.	O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias Sem Valores Cotados em Bolsa.....	123
5.1	Introdução.....	124
5.2	O contexto institucional dos países a analisar.....	128
5.3	Desenvolvimento e formulação das hipóteses de investigação.....	132
5.4	Metodologia	135
5.5	Seleção da amostra e estatísticas descritivas.....	139
5.6	Resultados.....	147
5.6.1	Análise univariada	147
5.6.2	Análise multivariada.....	151
5.6.3	Análise de sensibilidade	163
5.7	Conclusão.....	173
6.	O Custo do Financiamento Bancário e a Alteração da Qualidade da Informação Financeira: Um Estudo para o Caso Português.....	177
6.1	Introdução.....	178
6.2	Os resultados negativos como <i>proxy</i> para a deterioração da qualidade da informação financeira.....	180
6.3	Desenvolvimento e formulação das hipóteses de investigação.....	181
6.4	Metodologia	183
6.5	Seleção da amostra e estatísticas descritivas.....	188
6.6	Resultados.....	195
6.6.1	Análise multivariada.....	195
6.6.2	Análise de sensibilidade	203
6.7	Conclusão.....	210
7.	Conclusão Geral, Contributos e Sugestões para Futura Investigação ...	215
8.	Bibliografia	229

Índice de Tabelas

Tabela 2.1 – Modelos de <i>accruals</i>	23
Tabela 4.1 – Seleção da amostra	90
Tabela 4.2 – Distribuição das observações por ano e indústria	91
Tabela 4.3 – Estatísticas descritivas	92
Tabela 4.4 – Coeficientes de correlação de <i>Pearson</i>	93
Tabela 4.5 – Custo do financiamento bancário (em %) por grupos de dimensão e por quartis de qualidade da informação financeira	95
Tabela 4.6 – Custo do financiamento bancário e qualidade da informação financeira	98
Tabela 4.7 – Efeito da prestação de garantias na relação entre o custo do financiamento bancário e o nível de endividamento	103
Tabela 4.8 – Efeito do endividamento na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira	106
Tabela 4.9 – Custo do financiamento bancário e qualidade da informação financeira em empresas com e sem auditor.....	108
Tabela 4.10 – Efeito do tipo de financiamento na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira	111
Tabela 4.11 – Análise do efeito da potencial endogeneidade da variável qualidade da informação financeira.....	117
Tabela 5.1 – As pequenas e médias empresas nos países a analisar.....	131
Tabela 5.2 – Seleção da amostra	141
Tabela 5.3 – Distribuição das observações por ano e indústria	142
Tabela 5.4 – Estatísticas descritivas	143
Tabela 5.5 – Coeficientes de correlação de <i>Pearson</i>	146
Tabela 5.6 – Custo do financiamento bancário (em %) por grupos de dimensão e por quartis de qualidade da informação financeira, por país	149
Tabela 5.7 – Custo do financiamento bancário e qualidade da informação financeira, por país ..	152
Tabela 5.8 – Custo do financiamento bancário por quartis do rácio de tangibilidade dos ativos, no Reino Unido	154
Tabela 5.9 – Efeito do endividamento no custo do financiamento bancário, no Reino Unido, Espanha e Portugal.....	155
Tabela 5.10 – Efeito da dimensão na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, por país	158

Tabela 5.11 – Custo do financiamento bancário e qualidade da informação financeira: comparação entre Portugal e os restantes países	161
Tabela 5.12 – Efeito do endividamento na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, por país	165
Tabela 5.13 – Efeito do tipo de financiamento na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, por país	168
Tabela 5.14 – Análise do efeito da potencial endogeneidade da variável qualidade da informação financeira, por país.....	172
Tabela 6.1 – Seleção da amostra	190
Tabela 6.2 – Estatísticas descritivas	191
Tabela 6.3 – Custo do financiamento bancário e a deterioração da qualidade da informação financeira.....	196
Tabela 6.4 – Custo do financiamento bancário e a deterioração da qualidade da informação financeira, por intervalos de variação da dimensão	198
Tabela 6.5 – Custo do financiamento bancário e a deterioração da qualidade da informação financeira, por intervalos de variação do endividamento.....	200
Tabela 6.6 – Determinantes da variação do custo do financiamento bancário nas empresas com RLP positivo e com RLP negativo	202
Tabela 6.7 – Efeito do nível das taxas de juro na relação entre o custo do financiamento bancário e a deterioração da qualidade da informação financeira	204
Tabela 6.8 – Efeito da variação no RLP na relação entre o custo do financiamento bancário e a deterioração da qualidade da informação financeira	207
Tabela 6.9 – Custo do financiamento bancário e a deterioração da qualidade da informação financeira em empresas com e sem auditor	209

Índice de Abreviaturas

AIP – Associação Industrial Portuguesa

CAE – Classificação das Atividades Económicas

CE – Comissão Europeia

CEP – Confederação Empresarial de Portugal

DD-MN – Modelo de Dechow e Dichev (2002) com a modificação introduzida por McNichols (2002)

EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

ERC – Earnings Response Coefficient

FASB – Financial Accounting Standards Board

ICAEW – Institute of Chartered Accountants in England and Wales

INE – Instituto Nacional de Estatística

IASB – International Accounting Standards Board

IFRS – International Financial Reporting Standards

NACE – Nomenclature Statistique des Activités Economiques dans la Communauté Européenne

RLP – Resultado Líquido do Período

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

[Esta página foi intencionalmente deixada em branco]

1. Introdução

1.1 O tema dos estudos

A presente Tese analisa a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, em empresas sem valores cotados em bolsa, sendo a qualidade da informação financeira apreendida através da qualidade dos resultados. Na Tese procura dar-se resposta a três questões genéricas de investigação, para o que são realizados três estudos. A primeira questão é a de saber se, no contexto das empresas portuguesas sem valores cotados em bolsa, existe uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, semelhante à que tem sido documentada noutros estudos (e.g. Francis et al., 2005a; Gill de Albornoz Nogueer e Illueca, 2007; Minnis, 2011). A segunda questão consiste em perceber se aquela relação é observada em empresas sem valores cotados em bolsa de outros países europeus, em concreto, do Reino Unido, Alemanha, França e Espanha, e se existem diferenças entre esses países e Portugal. A terceira questão visa aferir se a alteração da qualidade da informação financeira tem reflexo no custo do financiamento bancário.

O tema da Tese insere-se numa linha de investigação empírica mais vasta que analisa o efeito da qualidade da informação financeira no custo do capital, nele se incluindo o capital próprio, o financiamento obtido através da emissão de obrigações e o financiamento bancário¹ (Habib, 2006). Esta linha de investigação

¹ A investigação empírica sobre a relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira distingue dois tipos de financiamento alheio: o financiamento obtido através da emissão de obrigações, designado de "*public debt*" e o financiamento obtido a partir de instituições financeiras, designado de "*private debt*" (e.g. Bharath et al., 2008). Neste último tende a predominar o financiamento proveniente dos bancos ("*bank debt*"), o que leva a que as expressões "*private debt*" e "*bank debt*" sejam, por vezes, utilizadas com o mesmo sentido (e.g. Bharath et al., 2008; Gray et al., 2009; Aldamen e Duncan, 2013). Por este motivo, ao longo da Tese a expressão "custo do financiamento bancário" será utilizada para designar o custo do financiamento obtido de instituições financeiras.

apreende a qualidade da informação financeira de diferentes formas, nomeadamente através: da qualidade ou quantidade das divulgações (e.g. Botosan, 1997; Mazumdar e Sengupta, 2005; Kim et al., 2011b); da qualidade dos resultados (e.g. Francis et al., 2004; Francis et al., 2005a); da qualidade do governo societário (e.g. Ashbaugh-Skaife et al., 2006); da qualidade da auditoria externa (e.g. Pittman e Fortin, 2004; Karjalainen, 2011; Kim et al., 2013); da sujeição das demonstrações financeiras à auditoria externa (e.g. Minnis, 2011; Kim et al., 2011a; Dedman e Kausar, 2012); ou da qualidade das normas de contabilidade subjacentes à preparação da informação financeira (e.g. Li, 2010). De uma forma geral, os estudos realizados documentam uma relação negativa entre o custo do capital e a qualidade da informação financeira, sugerindo que as empresas podem reduzir aquele custo através da preparação e apresentação de informação financeira de melhor qualidade.

Os estudos a realizar na presente Tese inserem-se no conjunto daqueles que analisam o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário, sendo aquela apreendida através da qualidade dos resultados (e.g. Francis et al., 2005a; Gill de Albornoz Noguera e Illueca, 2006, 2007; Bharath et al., 2008; Gray et al., 2009; Aldamen e Duncan, 2013). A relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira é explicada através da Teoria da Agência (Jensen e Meckling, 1976), do conceito de “risco de informação” (Habib, 2006) e da Teoria Positiva da Contabilidade (Watts e Zimmermann, 1978; 1986; 1990).

À luz da Teoria da Agência a obtenção de financiamento bancário traduz-se numa relação contratual caracterizada pela assimetria de informação e por potenciais conflitos de interesses entre proprietários (ou gestores agindo por conta daqueles) e financiadores. A informação financeira pode desempenhar um importante papel na redução da assimetria de informação e dos conflitos de agência, seja formalmente, pela inclusão de indicadores económico-financeiros nos contratos de dívida, seja informalmente, apoiando as relações que se estabelecem entre empresa e financiadores ao longo do tempo (Armstrong et al.,

2010; Shivakumar, 2013). Deste modo, a qualidade da informação financeira pode ser determinante na redução dos custos de agência suportados pelos financiadores e, conseqüentemente, na redução das taxas de juro exigidas por estes.

Baseando-se a contratação de financiamento em informação financeira, os financiadores enfrentam um risco associado à possibilidade de que essa informação não seja suficiente ou adequada para apoiar a sua tomada de decisão, designado de “risco de informação” (Habib, 2006). Se os bancos repercutirem nas taxas de juro o risco de informação associado à qualidade da informação financeira, de forma semelhante ao que acontece com outros riscos, as empresas com informação financeira de melhor (pior) qualidade tenderão a suportar menores (maiores) taxas de juro.

A Teoria Positiva da Contabilidade (Watts e Zimmermann, 1978; 1986; 1990) prevê que, na presença de contratos cuja execução assenta em indicadores baseados em informação contabilística, os gestores tendam a adotar as políticas contabilísticas que minimizam os custos contratuais, por forma a maximizar a riqueza da empresa ou a sua própria riqueza. A contratação de financiamento é retratada na “hipótese dos contratos de dívida”² como motivadora de práticas de manipulação dos resultados, ou seja, de escolhas, por parte dos gestores, que reduzem a qualidade da informação financeira. Porém, sendo esta qualidade determinante na redução de assimetrias de informação, de conflitos de agência e do risco de informação, com o conseqüente efeito no custo do financiamento, a redução deste custo pode constituir uma motivação para que os gestores façam

² A Teoria Positiva da Contabilidade formula três hipóteses no sentido de prever e explicar as escolhas contabilísticas dos gestores: a hipótese do plano de compensação (“*the bonus plan hypothesis*”); a hipótese dos custos políticos (“*the political costs hypothesis*”); e a hipótese dos contratos de dívida (“*the debt covenant hypothesis*”). Como se referiu, a hipótese dos contratos de dívida retrata o contexto da obtenção de financiamento, sendo objeto de maior detalhe na secção 3.3.

opções no sentido de aumentar a qualidade da informação financeira. Deste modo, a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira pode ser também perspectivada à luz da Teoria Positiva da Contabilidade.

1.2 Motivação dos estudos

O acesso ao financiamento bancário e as condições em que o mesmo é obtido traduzem importantes preocupações dos gestores já que a disponibilidade de financiamento, e o seu custo, são determinantes para o desenvolvimento da atividade operacional da empresa, bem como para a realização de novos investimentos. Por este motivo, reveste-se de toda a importância o estudo de fatores que possam contribuir para a compreensão do modo como é afetado o custo do financiamento bancário, em particular no contexto das empresas sem valores cotados em bolsa, para as quais esta é uma das principais fontes de capital.

Em 2008 numa consulta ao *site* da Caixa Geral de Depósitos podia ler-se “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”. Nesta afirmação está implícito que as empresas podem influenciar o custo do seu financiamento através da qualidade e quantidade da informação que proporcionam aos bancos. Sendo a preparação de informação financeira uma atividade que envolve custos para as empresas e cujos benefícios nem sempre são percebidos pelos gestores, reveste-se de toda a pertinência perceber até que ponto essa informação pode ter um papel na redução do custo do financiamento bancário.

Os bancos são considerados agentes privilegiados no acesso à informação sobre as empresas pois os vários tipos de serviços financeiros que lhes proporcionam e as várias relações que com elas estabelecem ao longo do tempo,

a designada banca relacional³, permite-lhes aceder e acumular informação de carácter privado sobre a sua qualidade creditícia (Berger e Udell, 1995; Boot, 2000). Nas empresas sem valores cotados em bolsa, a maior proximidade entre a propriedade e a gestão facilita aos bancos a negociação com base na banca relacional, o que tem sugerido que a informação financeira tem uma menor importância na redução de assimetrias de informação entre empresas e bancos (Ball e Shivakumar, 2005; Peek et al., 2010). Contudo, não existe evidência empírica que suporte esta intuição. Como refere Cassar (2011, p. 511) *“Exploiting the private firm setting to investigate the role of financial accounting quality and alternative information sources as a means for reducing information asymmetries is a fruitful area of research.”* A análise da relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira pode contribuir para aferir a utilidade da informação financeira para a contratação de financiamento bancário, no contexto das empresas sem valores cotados em bolsa.

Em Portugal existem estudos que analisam aspetos da qualidade da informação financeira das empresas portuguesas (e.g. Mendes e Rodrigues, 2006; Moreira, 2008; Pimentel e Canadas, 2008; Martins e Moreira, 2009; Marques et al., 2011). Porém, o efeito dessa qualidade no custo do financiamento bancário não foi ainda, tanto quanto se sabe, objeto de investigação. Torna-se assim importante, do ponto de vista académico, preencher esta lacuna na investigação nacional, proporcionando evidência empírica sobre a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira nas empresas portuguesas.

³ A banca relacional, também designada de *“relationship lending”* ou *“relationship banking”*, é definida por Boot (2000) como o fornecimento de serviços financeiros por um intermediário financeiro que (1) investe na obtenção de informação exclusiva e específica sobre o cliente; e (2) avalia a rentabilidade dos seus investimentos considerando uma multiplicidade de interações que desenvolve com o cliente, ao proporcionar-lhe produtos bancários diferentes ao longo do tempo.

Ao nível internacional, os estudos sobre o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário retratam, na sua maioria, o contexto americano, tanto de empresas com valores cotados em bolsa (e.g. Pittman e Fortin, 2004; Francis et al., 2005a; Mazumdar e Sengupta, 2005; Bharath et al., 2008; Zhang, 2008; Kim et al., 2013), como de empresas sem valores cotados em bolsa (e.g. Blackwell et al., 1998; Allee e Yohn, 2009; Minnis, 2011). Fora do contexto americano enumeram-se os estudos de Gray et al. (2009) e Aldamen e Duncan (2013) sobre empresas australianas com valores cotados em bolsa. Para empresas sem valores cotados em bolsa contam-se os estudos de Gill de Albornoz Nogueira e Illueca (2006; 2007) sobre empresas espanholas; de Kim et al. (2011a) sobre empresas coreanas; de Karjalainen (2011) sobre empresas finlandesas e de Dedman e Kausar (2012) sobre empresas do Reino Unido⁴.

De uma forma geral, a evidência empírica proporcionada por estes estudos demonstra que as empresas com informação financeira de melhor qualidade suportam um menor custo do financiamento bancário. O estudo de Gill de Albornoz Nogueira e Illueca (2007), realizado em empresas espanholas sem valores cotados em bolsa, tem a particularidade de apenas ter observado a referida relação nas empresas de maior dimensão, sugerindo que, relativamente a empresas de menor dimensão, os bancos tendem a resolver as assimetrias de informação através da banca relacional. Estes resultados suscitam a questão de saber se este tipo de relação é observado noutros países e se a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira pode ser condicionada pelo contexto institucional e empresarial do país. Por este motivo, a Tese contempla uma análise à relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, quer em empresas portuguesas, quer em empresas europeias sem valores cotados em bolsa.

⁴ Estes estudos utilizam várias abordagens à qualidade da informação financeira e serão objeto de análise no Capítulo 3 da Tese.

Como foi referido, os estudos realizados evidenciam que as empresas com informação financeira de melhor qualidade tendem a suportar um menor custo do financiamento bancário. Esta evidência baseia-se numa análise “estática” da relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, não permitindo aferir quais os efeitos das alterações da qualidade da informação financeira naquele custo. Por este motivo, a Tese contempla também uma análise “dinâmica” daquela relação, procurando determinar a forma como o custo do financiamento bancário reflete a deterioração da qualidade da informação financeira. Esta análise permite alargar o conhecimento existente na literatura sobre a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira.

1.3 Metodologia e dados

A metodologia seguida na presente Tese traduz uma investigação de carácter positivista onde o processo de investigação se desenvolve em várias fases (Vieira, 2009): começa-se com a definição do problema a investigar, ilustrado nas três questões genéricas de investigação, já apresentadas, que enquadram as hipóteses de investigação definidas em cada estudo; procede-se a uma revisão de literatura no Capítulo 3, onde se discute a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira e se apresenta a evidência empírica mais relevante sobre o tema; em cada um dos três estudos apresentados nos Capítulos 4, 5 e 6 formulam-se as respetivas hipóteses, define-se um modelo de regressão linear para a realização da análise, seleciona-se a amostra, analisam-se os dados, discutem-se os resultados e apresentam-se as limitações e direção para futura investigação.

Os dados a analisar para a realização dos estudos apresentados nos Capítulos 4 e 6 da Tese, foram recolhidos da base de dados SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos, comercializada pelo *Bureau van Dijk*, na sua versão de Janeiro de 2009, que cobre os anos de 1998 a 2007. Esta base de dados contempla informação financeira proveniente do balanço e da demonstração dos

resultados por naturezas e embora tenha como âmbito empresas portuguesas e espanholas, a versão consultada apenas continha empresas portuguesas. Relativamente ao estudo apresentado no Capítulo 5, os dados foram recolhidos da base de dados Amadeus, também comercializada pelo *Bureau van Dijk*, na sua versão *online* atualizada em 24 de dezembro de 2010, que cobria os anos de 2001 a 2009. Esta base de dados contempla informação financeira proveniente do balanço e da demonstração dos resultados por naturezas e tem como âmbito empresas europeias.

Os dados a analisar representam um conjunto de observações relativas a um elevado número de empresas e a um reduzido número de anos, onde não existe informação para todas as empresas em todos os anos. Esta estrutura de dados traduz um conjunto de “informação combinada” onde se reúnem elementos de series temporais e de corte transversal (Wooldridge, 2002a; Gujarati, 2004). Considerando esta estrutura de dados, os parâmetros do modelo de regressão linear múltipla são estimados pelo método dos mínimos quadrados, em *pool* de dados, introduzindo variáveis dicotómicas identificativas do ano e do setor de atividade a que pertence a empresa, que visam captar efeitos específicos de um determinado ano ou setor de atividade. Esta abordagem tem sido frequentemente adotada em estudos que analisam a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira (Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2006, 2007; Gray et al., 2009; Karjalainen, 2011; Aldamen e Duncan, 2013). Todo o tratamento estatístico dos dados foi realizado com recurso ao *software* R (R Core Team, 2013).

1.4 A estrutura da Tese

A Tese estrutura-se em sete capítulos. Depois deste primeiro capítulo de Introdução, no Capítulo 2 delimita-se o conceito de qualidade da informação financeira e operacionaliza-se a sua medição. No Capítulo 3 discute-se a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira e apresenta-se a evidência empírica mais relevante sobre o tema, proporcionando

um enquadramento na literatura para os estudos a realizar. Os Capítulos 4, 5 e 6 correspondem aos três estudos realizados com o objetivo de dar resposta às três questões genéricas de investigação. No Capítulo 7 é apresentada a conclusão geral, os contributos e as sugestões de investigação futura.

O primeiro estudo, apresentado no Capítulo 4, procura dar resposta à primeira questão genérica de investigação, ou seja, saber se no contexto das empresas portuguesas sem valores cotados em bolsa se verifica uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira. Este estudo é desenvolvido com base numa amostra de empresas portuguesas sem valores cotados em bolsa, relativa ao período de 2001 a 2007. Na linha de outros estudos, em que não se dispõe de informação sobre as taxas juro suportadas nos empréstimos bancários, adota-se como *proxy* para esta variável o rácio entre os gastos com juros e o passivo financeiro médio (e.g. Pittman e Fortin, 2004; Francis et al., 2005a; Minnis, 2011). A qualidade da informação financeira é aferida através do valor absoluto da componente anormal dos *accruals*⁵. A relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira é analisada com base num modelo de regressão linear. Os resultados obtidos evidenciam a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, nas empresas portuguesas sem valores cotados. Contrariamente ao observado por Gill de Albornoz Nogueer e Illueca (2007) para o caso espanhol, a relação é observada independentemente da dimensão da empresa. O estudo analisa ainda se as necessidades de financiamento da empresa condicionam a relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira. Trata-se de uma análise não contemplada em estudos anteriores mas que se reveste de toda a pertinência dado existir evidência que aponta para a existência de uma relação não linear entre as necessidades de financiamento da empresa e a qualidade da sua

⁵ As medidas de qualidade da informação financeira utilizadas nos vários estudos serão discutidas no Capítulo 2.

informação financeira (Martins e Moreira, 2009; Ghosh e Moon, 2010; Valipour e Moradbeygi, 2011) o que pode, em alguma medida, condicionar a relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira. Os resultados não evidenciam diferenças na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, em função das necessidades de financiamento. Neste estudo é também comparado o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário entre empresas com e sem auditor, aspeto abordado no estudo de Minnis (2011). A evidência obtida sugere que nas empresas com auditor a qualidade da informação financeira tem um maior efeito na redução do custo do financiamento bancário, comparativamente com o efeito observado nas empresas sem auditor. Também se analisam possíveis diferenças na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira em função do tipo de empréstimos obtidos, destinados a investimentos ou destinados a financiar a tesouraria da empresa. Contrariamente aos resultados obtidos por Kim et al. (2011b) e Kim et al. (2013), que observaram um maior efeito da qualidade da informação financeira na redução do custo dos empréstimos destinados a investimentos, comparativamente com o efeito observado nos empréstimos destinados a financiar a tesouraria, os resultados obtidos para o caso português revelam um efeito idêntico da qualidade da informação financeira na redução do custo de cada um daqueles tipos de empréstimos.

O segundo estudo, apresentado no Capítulo 5, tem como objetivo dar resposta à segunda questão genérica de investigação, que é a de analisar a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira em empresas sem valores cotados de outros países europeus e aferir se existem diferenças entre esses países e Portugal. O estudo é realizado para empresas sem valores cotados em bolsa do Reino Unido, Alemanha, França, Espanha e Portugal, no período de 2004 a 2009. A metodologia utilizada segue de perto a do estudo anterior. Os resultados obtidos demonstram a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira na Alemanha, França, Espanha e

Portugal. Esta relação não parece ser influenciada pela dimensão da empresa, pelas necessidades de financiamento ou pelo tipo de financiamento e a relação observada em Portugal não é diferente daquela que é observada nos outros três países. Relativamente ao Reino Unido os resultados sugerem que se trata de um país distinto dos restantes, onde a qualidade da informação financeira parece influenciar apenas o custo dos empréstimos destinados a financiar investimentos, potencialmente de mais longo prazo, e não o custo dos empréstimos destinados a financiar a tesouraria da empresa. Trata-se de um resultado idêntico ao obtido por Kim et al. (2011b) e Kim et al. (2013) e que sugere que no caso dos empréstimos destinados a financiar a tesouraria da empresa, as decisões dos bancos tendem a ser tomadas, primordialmente, com base na informação proporcionada pela banca relacional.

No terceiro estudo, apresentado no Capítulo 6, procura dar-se resposta à terceira questão genérica de investigação que é a de saber se a ocorrência de uma alteração na qualidade da informação financeira tem repercussões no custo do financiamento bancário. Para este efeito considera-se que a alteração do sinal do resultado líquido do período, de positivo para negativo, traduz uma deterioração da qualidade da informação financeira. A análise é realizada para o período de 2002 a 2007 e tem por base duas subamostras: uma de empresas que mantêm pelo menos em dois anos consecutivos resultados positivos; e outra de empresas que verificam uma alteração dos resultados de positivos para negativos, ou seja, que vêem a qualidade da sua informação financeira deteriorar-se. Este estudo traduz uma abordagem “dinâmica” à relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira, procurando uma relação de causa e efeito, por contraposição à abordagem “estática” dos dois estudos anteriores, onde se analisa uma relação de associação entre aquelas duas variáveis. Os resultados obtidos demonstram que as empresas que observam uma deterioração da qualidade da sua informação financeira sofrem um agravamento do custo do seu financiamento, durante os dois anos seguintes àquele a que respeitam os resultados negativos.

Concluído este capítulo de Introdução, prossegue-se no capítulo seguinte com a delimitação do conceito de qualidade da informação financeira que irá estar subjacente a toda a Tese.

[Esta página foi intencionalmente deixada em branco]

2. O Conceito de Qualidade da Informação Financeira

2.1 Informação financeira e resultado contabilístico

Numa aceção mais alargada, a informação financeira pode ser entendida como toda a informação, de natureza quantitativa e qualitativa, que é formalmente divulgada pelas empresas. Num sentido mais restrito, a informação financeira confunde-se com informação contabilística, predominantemente de natureza quantitativa, preparada segundo os princípios e regras contabilísticas e divulgada através das demonstrações financeiras.

De entre os vários elementos da informação financeira, o resultado contabilístico é, reconhecidamente, aquele que maior conteúdo informativo possui. Esta ideia está patente em afirmações, tais como:

“Of all the information about an individual firm which becomes available during a year, one-half or more is captured in that year’s income number.”

(Ball e Brown, 1968, p. 176)

“Earnings, the bottom line, are widely believed to be the premier information item provided in financial statements.”

(Lev, 1989, p. 155)

“Earnings occupy a central position in accounting. It is accounting’s summary measure of a firm’s performance.”

(Dechow et al., 1998, p. 133)

De facto, o resultado contabilístico constitui uma medida síntese do desempenho da empresa que serve de base à tomada de decisões pelos mais variados *stakeholders*. A avaliação de empresas, a contratação das remunerações dos gestores e a contratação de financiamento são alguns exemplos das decisões que, em maior ou menor grau, se baseiam no resultado contabilístico (Dechow, 1994).

A importância e o conteúdo informativo do resultado contabilístico torna-o numa das principais formas de apreender a qualidade da informação financeira na

investigação empírica em Contabilidade. Por este motivo, no âmbito da presente Tese, o resultado contabilístico será utilizado como catalisador de toda a informação financeira, entendendo-se que a qualidade daquele reflete a qualidade desta. Assim, as expressões “qualidade da informação financeira” e “qualidade dos resultados” serão utilizadas, ao longo da Tese, com o mesmo significado.

Uma vez delimitado o conceito de informação financeira, por via da sua ligação com o resultado contabilístico (doravante designado por “resultados”), na secção seguinte discute-se o entendimento da sua qualidade.

2.2 Qualidade da informação financeira (dos resultados)

Num trabalho de revisão de literatura sobre o tema da qualidade dos resultados, Dechow et al. (2010, p. 344) propõem a seguinte definição para a mesma:

“Higher quality earnings provide more information about the features of a firm’s financial performance that are relevant to a specific decision made by a specific decision-maker.”

Nesta definição as autoras salientam três aspetos que devem ser considerados quando se procura delimitar o conceito em causa. Primeiro, a qualidade dos resultados depende da sua relevância para a tomada de uma decisão específica, pelo que não é um conceito universal e não é indissociável do contexto em que é tomada a decisão. Segundo, a qualidade dos resultados depende da sua capacidade para captar os aspetos relevantes do desempenho da empresa. E terceiro, a qualidade dos resultados depende não só da relevância da informação que o mesmo contém sobre o desempenho da empresa, mas também da forma como o sistema contabilístico capta e transmite essa informação. Considerando o âmbito da Tese, importa analisar estes aspetos no contexto da contratação de financiamento bancário.

A “Estrutura Conceptual para a Apresentação e Preparação de Demonstrações Financeiras” do *International Accounting Standards Board (IASB)*⁶ refere que “os mutuantes estão interessados em informação que lhes permita determinar se os seus empréstimos, e os juros que a eles respeitam, serão pagos quando vencidos” (Comissão das Comunidades Europeias, 2003a, §9). Nesta aceção, os resultados serão de qualidade se permitirem aos financiadores aferir de forma mais precisa o risco de incumprimento da empresa, ou seja, a sua incapacidade para satisfazer os seus compromissos contratuais. Para tal, é importante que a informação contida nos resultados seja fiável e relevante, quer para avaliar o desempenho atual da empresa, quer para auxiliar na previsão do seu desempenho e fluxos de caixa futuros.

Como foi anteriormente referido, a qualidade dos resultados é também função da forma como o sistema contabilístico capta e transmite a informação sobre o desempenho da empresa. Um dos aspetos do sistema contabilístico suscetível de influenciar a informação transmitida pelos resultados é a flexibilidade das normas contabilísticas. As normas contabilísticas são mais flexíveis quando proporcionam ao gestor mais opções de contabilização ou quando deixam ao seu arbítrio a escolha de determinados tratamentos contabilísticos. Perante uma maior flexibilidade o gestor poderá ter dois tipos de atuação: pode utilizar a sua discricionariedade no sentido de escolher a solução que proporcione informação mais relevante aos utilizadores da informação financeira; ou pode atuar de uma forma oportunista, fazendo opções contabilísticas que lhe permitam atingir um determinado objetivo (Guay et al.,

⁶ Esta é a estrutura concetual que serve de base à aplicação das normas internacionais do IASB adotadas na União Europeia e foi publicada no Anexo ao documento “Observações Relativas a Certas Disposições do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho de 2002, Relativo à Aplicação das Normas Internacionais de Contabilidade, bem como da Quarta Directiva 78/660/CEE do Conselho, de 25 de Julho de 1978, e ainda da Sétima Directiva 83/349/CEE do Conselho, de 13 de Junho de 1983, Relativa às Contas Consolidadas”.

1996). Na medida em que estas opções têm reflexo nos resultados, condicionam a sua qualidade.

As opções contabilísticas realizadas pelos gestores com reflexo nos resultados são designadas de práticas de “gestão dos resultados” ou de “manipulação dos resultados”, expressões utilizadas como sinónimo da expressão anglo-saxónica “*earnings management*”. O conceito de “manipulação dos resultados” está estreitamente relacionado com a qualidade da informação financeira e, como tal, é aqui objeto de uma análise mais detalhada.

Schipper (1989) e Healy e Wahlen (1999) apresentam duas definições de manipulação dos resultados, cujo conteúdo reflete o entendimento que será adotado na Tese para essa expressão. Para Schipper (1989, p. 92) a manipulação dos resultados “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”. Segundo Healy e Wahlen (1999, p. 368) a manipulação dos resultados “ocorre quando os gestores, na preparação de informação financeira ou na estruturação das transações, 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”.

Estas definições apresentam a manipulação dos resultados como uma prática que reflete a aplicação da discricionariedade do gestor, dentro da flexibilidade proporcionada pelas normas contabilísticas, mas com um carácter oportunista, ou seja, de obter um determinado benefício para o gestor ou para a empresa. Assim a manipulação dos resultados distingue-se da fraude pois não envolve o incumprimento de normas contabilísticas ou a violação de qualquer tipo de lei (Stlowy e Breton, 2004). O facto de ser realizada dentro dos limites das normas contabilísticas leva a que seja também designada de “contabilidade criativa” (Stlowy e Breton, 2004). Porém, esta “criatividade” é utilizada para enganar os utilizadores da informação financeira e não para lhes proporcionar

informação mais relevante. Este aspeto é importante, pois distingue o entendimento aqui seguido para a manipulação dos resultados de um outro que considera a manipulação dos resultados como consistindo em “retirar vantagem da flexibilidade na escolha de práticas contabilísticas para sinalizar a informação privada dos gestores sobre os futuros fluxos de caixa da empresa” (Beneish, 2001; Ronen e Yaari, 2010). Este entendimento corresponde à perspectiva “clara” da manipulação dos resultados apresentada por Ronen e Yaari (2010, p. 25). Os autores sistematizam os vários conceitos de manipulação dos resultados apresentados na literatura, em três perspectivas: a já referida perspectiva “clara”; a perspectiva “cinzenta” onde a manipulação dos resultados consiste na “escolha de um tratamento contabilístico que é oportunista (apenas maximiza a utilidade do gestor) ou é economicamente eficiente”; e a perspectiva “opaca” que considera a manipulação dos resultados como “a prática de truques para deturpar ou reduzir a transparência das demonstrações financeiras”.

O entendimento subjacente às definições de Schipper (1989) e de Healy e Wahlen (1999) traduzem a perspectiva “opaca” da manipulação dos resultados (Ronen e Yaari, 2010) e é este o entendimento que será seguido ao longo da Tese. Como foi referido anteriormente, os resultados são de qualidade se permitirem aos financiadores aferir de forma mais precisa o risco de incumprimento da empresa, ou seja, a sua incapacidade para satisfazer os seus compromissos contratuais. Ao reduzir a transparência das demonstrações financeiras, a manipulação dos resultados diminui a capacidade dos financiadores avaliarem com precisão o risco de incumprimento da empresa, ou seja, diminui a qualidade dos resultados. Deste modo, a manipulação dos resultados é aqui entendida como uma prática que reduz a qualidade da informação financeira.

As medidas da qualidade dos resultados adotadas na presente Tese são apresentadas na secção seguinte.

2.3 Medição da qualidade dos resultados

Nesta secção analisam-se as medidas frequentemente utilizadas na literatura para apreender a qualidade dos resultados, no sentido de definir aquelas que serão utilizadas nos estudos a realizar nos Capítulos 4, 5 e 6 da presente Tese.

2.3.1 Medidas baseadas nos *accruals*

Uma das formas mais utilizadas na literatura para medir a qualidade dos resultados consiste na quantificação dos *accruals* anormais (Schipper e Vincent, 2003; Dechow e Schrand, 2004; Dechow et al., 2010; DeFond, 2010). Os *accruals* surgem da aplicação do “princípio do acréscimo” e do “princípio da correlação entre rendimentos e gastos”, traduzindo ajustamentos temporários que antecipam ou adiam o reconhecimento dos fluxos de caixa (Dechow, 1994; Dechow et al., 1998)⁷. A medição da qualidade dos resultados com base nos *accruals* parte da ideia de que estes são formados por duas componentes: (1) a componente normal (designada de *accruals* normais) que capta os ajustamentos que refletem a atividade e o desempenho da empresa; e (2) a componente anormal (designada de *accruals* anormais), que capta a discricionariedade do gestor, nomeadamente, práticas de manipulação dos resultados, bem como erros não intencionais associados à aplicação das normas contabilísticas (Dechow et al., 2010).

Os primeiros estudos a quantificarem a componente anormal dos *accruals* tomam o nível ou a variação dos *accruals* (de curto prazo) como *proxy* para os

⁷ A abordagem à qualidade dos resultados através dos *accruals* pode centrar-se nos *accruals* de curto prazo ou nos *accruals* totais. Os *accruals* de curto prazo, designados na literatura anglo-saxónica por “*working capital accruals*” são, geralmente, calculados através da variação do fundo de maneio. Os *accruals* totais incluem o efeito das depreciações e amortizações e são obtidos deduzindo estas rubricas aos *accruals* de curto prazo. Os *accruals* totais podem também ser calculados como a diferença entre o resultado operacional e o fluxo de caixa das atividades operacionais (Hribar e Collins, 2002).

accruals anormais (e.g. Healy, 1985; DeAngelo, 1986). Healy (1985) assume como pressuposto que o fluxo de caixa das atividades operacionais é uma *proxy* para os resultados que existiriam na ausência de discricionariedade. Como tal, quanto maior for o nível de *accruals* presente nos resultados, maior é a discricionariedade, ou seja, maior é a componente anormal dos *accruals*. DeAngelo (1986) assume que a componente normal dos *accruals* é constante ao longo do tempo, pelo que as variações observadas nos *accruals* são tomadas como variações nos *accruals* anormais. Esta abordagem à medição dos *accruals* anormais tem subjacente que os *accruals* normais são constantes ao longo do tempo, o que é um pressuposto difícil de manter, já que a atividade e o desempenho da empresa se alteram, implicando variações nos *accruals* normais.

No sentido de obviar às limitações da abordagem anterior, são posteriormente desenvolvidos modelos, aqui designados por modelos de *accruals*, que permitem separar os mesmos nas suas componentes, normal e anormal, assumindo, explicitamente, que a componente normal varia em função da atividade e desempenho da empresa. Para tal, a formação dos *accruals* é representada através de um modelo de regressão linear, onde as variáveis explicativas traduzem um conjunto de fatores que determinam os *accruals* normais. Os *accruals* normais são obtidos a partir dos valores ajustados do modelo e os *accruals* anormais são dados pelos seus resíduos ($\varepsilon_{i,t}$). O sinal, positivo ou negativo, dos *accruals* anormais indicará o efeito da discricionariedade do gestor nos resultados, considerando-se que, quanto maior for o seu valor absoluto ($|\varepsilon_{i,t}|$) ou a sua variabilidade ($\sigma(\varepsilon_{i,t})$), maior é essa discricionariedade e, conseqüentemente, menor será a qualidade dos resultados (Hribar e Nichols, 2007).

Os modelos de *accruals* têm a sua génese no trabalho de Jones (1991) onde a autora, com o intuito de detetar a presença de práticas de manipulação dos resultados, propõe o modelo hoje conhecido pelo seu nome. O modelo de Jones (1991), e outros aqui abordados, são apresentados na Tabela 2.1.

Tabela 2.1 – Modelos de *accruals***Modelo de Jones (1991):**

$$AT_{i,t} = \alpha + \beta_1 \Delta VN_{i,t} + \beta_2 AFT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo de Jones com a modificação proposta por Dechow et al. (1995):

$$AT_{i,t} = \alpha + \beta_1 (\Delta VN_{i,t} - \Delta CR_{i,t}) + \beta_2 AFT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo de Jones com a modificação proposta por Kothari et al. (2005):

$$AT_{i,t} = \alpha + \beta_1 (\Delta VN_{i,t} - \Delta CR_{i,t}) + \beta_2 AFT_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo de Dechow e Dichev (2002):

$$ACP_{i,t} = \alpha + \beta_1 FCO_{i,t-1} + \beta_2 FCO_{i,t} + \beta_3 FCO_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo de Dechow e Dichev com a modificação proposta por McNichols (2002):

$$ACP_{i,t} = \alpha + \beta_1 FCO_{i,t-1} + \beta_2 FCO_{i,t} + \beta_3 FCO_{i,t+1} + \beta_4 \Delta VN_{i,t} + \beta_5 AFT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo de Francis et al. (2005a):

$$\sigma(\varepsilon_{i,t}) = \alpha + \lambda_1 DIM_{i,t} + \lambda_2 \sigma(FCO)_{i,t} + \lambda_3 \sigma(VN)_{i,t} + \lambda_4 \log(Ciclo)_{i,t} + \lambda_5 Neg_{i,t} + \tau_{i,t}$$

Modelo de Dechow et al. (2012):

$$ACP_{i,t} = a + bPART_{i,t} + cPARTR_{i,t} + \sum_k f_k X_{k,i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Definições das variáveis:

AT – *Accruals* totais; *ΔVN* – Variação do volume de negócios; *AFT* – Ativos fixos tangíveis; *ΔCR* – Variação nas contas a receber; *ROA* – Rácio de rentabilidade dos ativos (resultado líquido do período/total do ativo); *ACP* – *Accruals* de curto prazo; *FCO* – Fluxo de caixa das atividades operacionais; ε_t – Resíduos dos modelos; *t* – Índice que representa o tempo; *i* – Índice que representa a empresa; $\sigma(\varepsilon_{i,t})$ – Desvio-padrão dos resíduos do modelo de Dechow e Dichev com a modificação de McNichols (2002), ao longo dos anos *t-4* a *t*; *DIM* – Dimensão da empresa, medida pelo logaritmo do total do ativo; $\sigma(FCO)$ – Desvio-padrão do fluxo de caixa das atividades operacionais ao longo dos últimos 10 anos; $\sigma(VN)$ – Desvio-padrão do volume de negócios ao longo dos últimos 10 anos; *log(Ciclo)* – Logaritmo da duração do ciclo de exploração; *Neg* – Proporção de anos com resultados negativos nos últimos 10 anos; $\tau_{i,t}$ – Resíduos do modelo de Francis et al. (2005a). *PART* – Variável dicotômica que assume o valor 1 nos períodos em que se assume ter ocorrido a manipulação dos resultados e assume o valor 0, nos restantes períodos; *PARTR* – Variável dicotômica que assume o valor 1 nos períodos em que se assume ter ocorrido a reversão dos *accruals* associados à manipulação dos resultados e assume o valor 0, nos restantes períodos; X_k – Representa o conjunto de *k* variáveis de controlo do modelo de *accruals* utilizado. Por parcimónia de apresentação não se faz referência aos deflatores utilizados, nem a particularidades da estimação dos modelos, aspetos que são remetidos para os respetivos autores.

O modelo de Jones (1991) contempla como variáveis explicativas a variação do volume de negócios e o nível de ativos fixos tangíveis (veja-se Tabela 2.1). A variação do volume de negócios controla o efeito que as alterações no nível de atividade da empresa originam nos *accruals* totais, através da variação do fundo de maneio. O nível de ativos fixos tangíveis controla o efeito das depreciações nos *accruals* totais, considerando que as mesmas traduzem *accruals* normais, ou seja, o reconhecimento e mensuração das depreciações não é afetado pela discricionariedade do gestor. Como foi já referido, os resíduos do modelo traduzem a componente anormal ou discricionária dos *accruals* totais.

A modificação ao modelo de Jones (1991), proposta por Dechow et al. (1995), consistiu em excluir da variação do volume de negócios a variação nas contas a receber, dando origem ao designado modelo de Jones modificado (veja-se Tabela 2.1). A variação nas contas a receber representa o efeito das vendas a crédito nos *accruals* que, em determinados contextos, podem traduzir práticas de manipulação dos resultados tendentes ao seu aumento. Nestas situações, as vendas a crédito traduzem *accruals* anormais, não devendo estar refletidas na variação do volume de negócios.

Kothari et al. (2005) demonstram que os *accruals* anormais, obtidos pelos modelos de Jones e de Jones modificado, estão correlacionados com o nível de desempenho da empresa, o que pode levar a conclusões erradas acerca da presença de práticas de manipulação dos resultados, em empresas com níveis de desempenho extremo. Como forma de obviar a este problema, Kothari et al. (2005) propõem duas formas de controlar o nível de desempenho da empresa na determinação dos *accruals* anormais: (1) incluindo no modelo de *accruals* o rácio de rendibilidade dos ativos (veja-se Tabela 2.1); ou (2) subtraindo aos *accruals* anormais de cada uma das empresas relativamente às quais se pretende testar a presença de práticas de manipulação dos resultados, os *accruals* anormais de uma empresa da mesma indústria e com idêntico nível de desempenho (ROA),

relativamente à qual se pressupõe não terem existido práticas de manipulação dos resultados⁸.

O modelo proposto por Dechow e Dichev (2002) parte da relação que se estabelece ao longo do tempo entre os fluxos de caixa e os *accruals*, modelizando os *accruals* normais de curto prazo em função dos fluxos de caixa dos períodos anterior, corrente e futuro (veja-se Tabela 2.1). Os *accruals* anormais, obtidos a partir dos resíduos do modelo, traduzem o erro de previsão dos *accruals* relativamente aos fluxos de caixa. Dechow e Dichev (2002) medem a qualidade dos resultados com base na variabilidade dos *accruals* anormais, medida pelo seu desvio-padrão ($\sigma(\varepsilon_{i,t})$), considerando que quanto maior for essa variabilidade, menor é a qualidade dos resultados.

A modificação proposta por McNichols (2002) ao modelo de Dechow e Dichev (2002) consiste em incluir neste as variáveis do modelo de Jones (1991) para, assim, excluir dos resíduos (*accruals* anormais) os *accruals* associados à variação no nível de atividade da empresa e às depreciações (veja-se Tabela 2.1).

O modelo proposto por Francis et al. (2005a) tem como objetivo separar os *accruals* anormais, obtidos a partir do modelo de Dechow e Dichev (2002), em duas componentes. A primeira, designada de *accruals* inatos, reflete os ajustamentos associados à aplicação das normas contabilísticas e erros não intencionais cometidos na preparação da informação financeira. A segunda componente, designada de *accruals* discricionários, é consequência das escolhas contabilísticas dos gestores, que podem ter como objetivo proporcionar informação mais relevante sobre o desempenho da empresa, ou podem ser de carácter oportunista. O modelo proposto por estes autores segue uma lógica

⁸ Os *accruals* anormais obtidos através deste procedimento são designados de “*performance-matched discretionary accruals*” e refletem a discricionariedade que é considerada “anormal” tendo em conta os níveis “normais” para aquela indústria e nível de desempenho (Kothari et al., 2005).

idêntica à dos modelos de *accruals* em geral (veja-se Tabela 2.1). A componente inata é modelizada em função de um conjunto de variáveis que captam a incerteza no ambiente em que a empresa opera e que são determinantes dos ajustamentos e erros não intencionais inerentes à preparação da informação financeira. A componente discricionária dos *accruals* é dada pelos resíduos do modelo ($\tau_{i,t}$). A separação destas duas componentes permite perceber em que medida a qualidade dos resultados é determinada por fatores intencionais ou não intencionais, subjacentes à preparação da informação financeira.

Uma das críticas frequentemente apontada aos modelos de *accruals* prende-se com a omissão de variáveis, o que pode levar a uma incorreta determinação da componente anormal dos *accruals* e, conseqüentemente, originar conclusões erradas acerca da presença de práticas de manipulação dos resultados⁹ (Dechow et al., 1995). As críticas aos modelos de *accruals* surgem na sequência de estudos que avaliam e comparam a especificação de vários modelos, propondo, alguns deles, modificações no sentido de melhorar a capacidade dos modelos

⁹ Estas conclusões traduzem dois tipos de erros nos testes à presença de práticas de manipulação dos resultados: (1) erros do tipo I, que resultam da rejeição da hipótese nula de que os resultados não foram manipulados, quando a mesma é verdadeira; e (2) erros do tipo II, que estão associados à não rejeição da hipótese nula, de que os resultados não foram manipulados, quando a mesma é falsa (Dechow et al., 1995). Os erros do tipo I tendem a ocorrer quando o modelo não incorpora todas as variáveis que determinam os *accruals* normais, o que leva a que os resíduos (*accruals* anormais) incorporem uma parte dos *accruals* normais. Se esta parte dos *accruals* normais estiver correlacionada com o estímulo à manipulação a ser testado, poder-se-á concluir que os resultados foram manipulados, quando tal é falso (Dechow et al., 2012). Os erros do tipo II tendem a ocorrer em dois tipos de situações. Primeiro, quando parte dos *accruals* anormais não estão refletidos nos resíduos, pelo facto de o modelo os tratar como *accruals* normais. Segundo, quando os *accruals* anormais incorporam uma parte dos *accruals* normais (situação idêntica à referida relativamente aos erros do tipo I), mas esta parte não está correlacionada com o estímulo à manipulação que está a ser testado. Estas duas situações podem levar a concluir que os resultados não foram manipulados, quando tal é falso (Dechow et al., 2012).

isolarem a componente anormal dos *accruals* e auxiliarem na deteção da presença de práticas de manipulação dos resultados (e.g. Dechow et al., 1995; Kang e Sivaramakrishnan, 1995; Guay et al., 1996; Young, 1999; Peasnell et al., 2000; McNichols, 2000; Alcarria Jaime e Gill de Albornoz Noguera, 2004; Kothari et al., 2005; Shan et al., 2010; Dechow et al., 2012).

As modificações propostas por Dechow et al. (1995) e Kothari et al. (2005) ao modelo de Jones (1991) são exemplos dos contributos deste tipo de estudos. Recentemente, Dechow et al. (2012) propõem uma nova abordagem para a deteção de práticas de manipulação dos resultados que também pretende determinar mais adequadamente a componente anormal dos *accruals*. Dechow et al. (2012) partem da ideia de que a manipulação dos resultados através dos *accruals* origina o aparecimento de *accruals* anormais num período, que revertem no(s) período(s) seguinte(s). Assim, propõem a incorporação no modelo de *accruals* a utilizar, de variáveis dicotómicas que identifiquem quer o período em que os *accruals* associados à manipulação dos resultados surgem, quer o(s) período(s) em que esses *accruals* revertem (veja-se Tabela 2.1).

* * *

Como se referiu, os *accruals* anormais captam a discricionariedade do gestor, nomeadamente, práticas de manipulação dos resultados e ainda ajustamentos e erros não intencionais, associados à preparação da informação financeira (Dechow et al., 2010). Nos estudos apresentados nos Capítulos 4 e 5 da presente Tese, a qualidade da informação financeira será medida através do valor absoluto dos *accruals* anormais, considerando-se que quanto maior for este valor, menor é a capacidade dos resultados auxiliarem os financiadores a aferir de forma precisa o risco de incumprimento da empresa, ou seja, menor é a qualidade da informação financeira.

O modelo de *accruals* a utilizar nos referidos estudos é o modelo de Dechow e Dichev com a modificação proposta por McNichols (2002), dado tratar-se de um

modelo frequentemente utilizado nos estudos mais recentes sobre a qualidade dos resultados (e.g. Gray et al., 2009; Ghosh e Moon, 2010; Aldamen e Duncan, 2013)¹⁰. Dechow e Dichev (2002) utilizam como medida da qualidade dos resultados a variabilidade dos *accruals* anormais, determinada com base no seu desvio-padrão. Porém, na presente Tese a qualidade dos resultados é medida com base no valor absoluto dos *accruals* anormais sendo esta opção justificada, na linha de outros estudos (e.g. Gill de Albornoz Noguer e Illueca, 2006; 2007), pelo facto de a mesma não exigir um conjunto de anos consecutivos de informação, como acontece com o cálculo do desvio-padrão. Como se explicou no Capítulo 1, os dados a analisar na presente Tese caracterizam-se por representarem um conjunto de observações relativas a um elevado número de empresas e a um reduzido número de anos, onde não existe informação para todas as empresas em todos os anos. Esta estrutura de dados não possibilita o cálculo do desvio-padrão para a maioria das empresas incluídas na amostra, o que originaria a perda de um grande número de observações caso se optasse por medir a qualidade dos resultados com base no desvio-padrão dos *accruals* anormais.

2.3.2 Outras medidas

Para além dos *accruals* anormais, a qualidade dos resultados pode ser apreendida através de outras medidas, as quais, por razões que se explicarão

¹⁰ São também realizadas análises de sensibilidade com os modelos: de Jones (1991), de Jones com a modificação de Dechow et al. (1995), de Jones com a modificação de Kothari et al. (2005) e com o modelo original de Dechow e Dichev (2002). Os modelos de Francis et al. (2005a) e de Dechow et al. (2012) não são utilizados por limitações da informação disponível. No caso do modelo de Francis et al. (2005a) a estrutura de dados utilizada na presente Tese inviabiliza o cálculo de variáveis baseadas no desvio-padrão, para a generalidade das empresas analisadas. A aplicação do modelo de Dechow et al. (2012) exige a identificação dos períodos em que possam ter ocorrido práticas de manipulação dos resultados, o que não é possível nos estudos em causa. A dificuldade na identificação destes períodos é, aliás, uma das limitações apontada por Gerakos (2012) à aplicação do modelo proposto por Dechow et al. (2012).

adiante, não serão utilizadas na presente Tese. Essas medidas procuram apreender propriedades dos resultados tais como: a persistência (“*persistence*”); o alisamento ou ausência de variabilidade dos resultados (“*smoothness*”); o conservadorismo (“*conservatism*”), também designado de incorporação assimétrica de ganhos e perdas nos resultados (“*asymmetric timeliness*”); e o conteúdo informativo dos resultados, medido através do coeficiente de resposta dos resultados (“*ERC – Earnings Response Coefficient*”) (Dechow et al., 2010). De seguida, faz-se uma breve caracterização destas propriedades e das medidas geralmente utilizadas para as apreender.

Persistência:

A persistência dos resultados está associada à sua permanência ou sustentabilidade ao longo do tempo (Schipper e Vincent, 2003). Os resultados persistentes, por contraposição a resultados de caráter transitório, tendem a repetir-se no futuro e, por isso, são considerados um melhor indicador dos resultados e fluxos de caixa futuros (Schipper e Vincent, 2003).

Esta propriedade dos resultados é particularmente importante para os investidores e analistas financeiros, no contexto da determinação do valor da empresa (Schipper e Vincent, 2003; Dechow e Schrand, 2004; Dechow et al., 2010). Como explicam Dechow et al. (2010, p. 352), “se a empresa A tiver uma sucessão de resultados mais persistente do que a empresa B, em permanência, então: (i) na empresa A os resultados correntes são um indicador mais útil do desempenho futuro; e (2) anualizando os resultados correntes na empresa A obter-se-ão menores erros de avaliação do que anualizando os resultados correntes da empresa B”.

A persistência de uma determinada rubrica de resultados é, geralmente, medida através do coeficiente β da seguinte regressão, onde t é o índice que representa o período de tempo (Dechow et al., 2010):

$$Resultados_{t+1} = \alpha + \beta Resultados_t + \varepsilon_t.$$

Quanto mais próximo de 1 estiver o β maior é a capacidade dos resultados do período corrente preverem os resultados do período seguinte, considerando-se que tal representa uma maior persistência dos resultados¹¹. Uma crítica apontada a esta medida prende-se com o facto de a capacidade dos resultados do período corrente preverem os resultados do período seguinte, não ser, necessariamente, sinónimo de que os mesmos sejam capazes de prever os fluxos de caixa de períodos futuros (Dechow et al., 2010).

Alisamento ou ausência de variabilidade dos resultados:

A consideração do alisamento ou ausência de variabilidade (“*smoothness*”) como um atributo desejável dos resultados tem subjacente que os gestores utilizam informação privada acerca dos resultados futuros, para, através dos *accruals*, alisar as flutuações transitórias dos fluxos de caixa, aumentando a relevância dos resultados como indicador do desempenho futuro da empresa (Francis et al., 2004; Dechow et al., 2010).

Porém, a literatura tende a tratar o alisamento dos resultados como uma prática de manipulação dos resultados que visa reduzir a sua variabilidade (Bhattacharya et al., 2003; Leuz et al., 2003) traduzindo, neste caso, uma propriedade que reduz a qualidade dos resultados. Neste contexto, o alisamento dos resultados tem sido medido pelo rácio entre o desvio-padrão dos resultados e o desvio-padrão dos fluxos de caixa, ou através da correlação entre as variações anuais observadas nos *accruals* e as variações anuais observadas nos fluxos de caixa, a seguir representadas (Francis et al., 2004; Dechow et al., 2010):

$$\sigma(\text{Resultados})/\sigma(\text{Fluxos de Caixa})$$

¹¹ A persistência de cada um dos componentes dos resultados, *accruals* e fluxos de caixa, pode ser analisada através dos coeficientes obtidos através da seguinte regressão (Sloan, 1996):

$$\text{Resultados}_{t+1} = \alpha + \beta_1 \text{Fluxos de Caixa}_t + \beta_2 \text{Accruals}_t + \varepsilon_t$$

$(corr(\Delta Accruals, \Delta Fluxos\ de\ Caixa))$

Sendo as flutuações transitórias dos fluxos de caixa alisadas através dos *accruals*, os resultados alisados tenderão a apresentar uma menor variabilidade comparativamente com a apresentada pelos fluxos de caixa. Daqui resulta que, quanto menor for o rácio entre o desvio-padrão dos resultados e o desvio-padrão dos fluxos de caixa, menor é a variabilidade dos resultados em relação aos fluxos de caixa, ou seja, maior é o alisamento. Embora a contabilidade em regime de acréscimo tenha implícita uma correlação negativa entre as variações nos *accruals* e as variações nos fluxos de caixa (Dechow, 1994), as correlações negativas de elevada magnitude tendem a ser consideradas um indicador de alisamento dos resultados (Leuz et al., 2003).

Dechow et al. (2010) referem que um aspeto crítico da medição da qualidade dos resultados através do alisamento, prende-se com a necessidade de desenvolver medidas que permitam distinguir os dois tipos de alisamento referidos: o alisamento que proporciona resultados de melhor qualidade e o alisamento que traduz práticas de manipulação dos resultados.

Conservadorismo:

O conservadorismo (“*conservatism*”), também designado de incorporação assimétrica de ganhos e perdas nos resultados (“*asymmetric timeliness*”), reflete a “tendência do preparador da informação financeira para exigir um maior grau de verificabilidade para o reconhecimento das boas notícias como ganho, do que para o reconhecimento das más notícias como perda” (Basu, 1997, p. 7). O conservadorismo traduz, assim, a assimetria no grau de verificabilidade exigido para o reconhecimento de ganhos e perdas. No que respeita à mensuração, o conservadorismo dita que, na presença de duas estimativas de pagamentos ou recebimentos futuros com o mesmo grau de probabilidade de ocorrência, se escolha aquela que é menos otimista (FASB, 1980). Assim, uma importante consequência do conservadorismo é a de que, na presença de incerteza, é mais

provável que ocorra uma subvalorização dos resultados e dos ativos líquidos da empresa do que uma sobrevalorização dos mesmos (Zhang, 2008).

A consideração do conservadorismo como uma propriedade desejável para os resultados baseia-se no facto de o mesmo refletir uma atitude prudente por parte do gestor, que pode evitar a subvalorização de passivos, a sobrevalorização de ativos e resultados e a distribuição excessiva destes (Watts, 2003a; 2003b). Porém, o conservadorismo pode ser considerado como indesejável na medida em que pode distorcer o verdadeiro desempenho e posição financeira da empresa, no sentido da apresentação de uma situação mais desfavorável do que a real (Fan e Zhang, 2012). Na perspetiva dos financiadores, o conservadorismo parece apresentar mais vantagens do que desvantagens, já que a probabilidade de subavaliação do verdadeiro risco de incumprimento da empresa é menor quando os resultados e os ativos líquidos estão subavaliados (Schipper e Vincent, 2003). Por este motivo, os resultados conservadores são considerados de qualidade no contexto da contratação de financiamento (Ahmed et al., 2002; Zhang, 2008).

Basu (1997) propõe dois modelos para medir o conservadorismo dos resultados, frequentemente utilizados na literatura sobre a qualidade dos resultados (Dechow et al., 2010). O primeiro modelo, a seguir representado, baseia-se em informação do mercado e assume que este é eficiente. Neste contexto, as rendibilidades das ações do ano t ($Rendibilidades_t$) refletem toda a informação disponível, incorporando antecipadamente a informação contida nos resultados contabilísticos do ano t ($Resultados_t$).

$$Resultados_t = \alpha_0 + \alpha_1 D_t + \beta_0 Rendibilidades_t + \beta_1 D_t \times Rendibilidades_t + \varepsilon_t$$

As rendibilidades negativas refletem más notícias e as rendibilidades positivas refletem boas notícias. D_t é uma variável dicotómica que assume o valor 1 se as rendibilidades são negativas no período t e o valor zero se o contrário¹².

¹² Relativamente às restantes variáveis, os resultados do ano t ($Resultados_t$) são medidos pelo quociente entre o resultado por ação do ano t e o preço de mercado das ações no final do ano $t-1$.

Considerando que na presença de conservadorismo os resultados refletem mais rapidamente as más notícias, então os resultados conservadores apresentam uma maior associação com as rendibilidades negativas, comparativamente com as rendibilidades positivas. Na presença de conservadorismo o rácio $(\beta_0 + \beta_1)/\beta_0$ deverá ser maior do que 1, indicando que a sensibilidade do resultado às más notícias é superior à sensibilidade do resultado às boas notícias.

O segundo modelo proposto por Basu (1997), a seguir representado, mede o nível de conservadorismo utilizando apenas informação contabilística.

$$\Delta Resultados_t = \alpha_0 + \alpha_1 ND_{t-1} + \alpha_2 \Delta Resultados_{t-1} + \alpha_3 (ND_{t-1} \times \Delta Resultados_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Neste modelo $\Delta Resultados_t$ representa a variação nos resultados entre o ano $t-1$ e o ano t , $\Delta Resultados_{t-1}$ traduz a variação dos resultados entre o ano $t-2$ e o ano $t-1$. As variações negativas dos resultados representam más notícias e as variações positivas representam boas notícias. ND_{t-1} é uma variável dicotómica que assume o valor 1 quando $\Delta Resultados_{t-1}$ é negativa e o valor zero, se o contrário. Considerando que o conservadorismo se traduz no reconhecimento mais tempestivo das más notícias, estas tendem a afetar apenas o resultado de um período, ao passo que as boas notícias se refletem ao longo de vários períodos seguintes. Deste modo, na presença de conservadorismo, as variações negativas dos resultados (as más notícias) tendem a ser menos persistentes e a reverter mais rapidamente do que as variações positivas (as boas notícias). Daqui resulta que o coeficiente α_3 terá um sinal negativo, indicando que o efeito nos resultados dos períodos futuros das variações negativas é menor do que o efeito das variações positivas. E quanto mais negativo for α_3 maior será o nível de conservadorismo dos resultados.

As rendibilidades das ações do ano t ($Rendibilidades_t$) reportam-se ao período que vai desde 9 meses antes do fecho do ano t , até 3 meses após o fecho do ano t . Remete-se para o trabalho de Basu (1997) os aspetos mais específicos do modelo.

Givoly e Hayn (2000) propõem outras formas de medir o conservadorismo dos resultados, das quais se destacam o sinal e a magnitude dos *accruals* acumulados ao longo de um determinado período de tempo e o rácio entre o valor de mercado e valor contabilístico da empresa (“*market-to-book ratio*”). Os autores consideram que, na presença de conservadorismo, existirá uma predominância de *accruals* de sinal negativo, pelo que o seu valor acumulado ao longo de um determinado período de tempo deverá ser negativo. Uma vez que o conservadorismo tem como consequência a subavaliação dos ativos líquidos da empresa, na presença de conservadorismo o rácio *market-to-book* tenderá a ser maior do que 1.

Coeficiente de resposta dos resultados:

O coeficiente de resposta dos resultados (“*ERC – Earnings Response Coefficient*”) mede o conteúdo informativo dos resultados, através da sua relação com as rendibilidades do mercado. A medição da qualidade dos resultados através do seu conteúdo informativo tem a sua origem nos estudos de Beaver (1968) e Ball e Brown (1968) e tem subjacente a ideia de que, se a divulgação dos resultados contabilísticos tem repercussões no mercado (no preço, rendibilidade ou volume de transações das ações) tal significa que os mesmos contêm informação relevante que é incorporada pelos investidores na determinação do valor da empresa.

O coeficiente de resposta dos resultados é dado pelo coeficiente β de uma regressão entre as rendibilidades das ações e os resultados não esperados¹³, a seguir representada, onde t é o índice que representa o período de tempo (Dechow et al., 2010):

$$\text{Rendibilidades}_t = \alpha + \beta(\text{Resultados não esperados}_t) + \varepsilon_t$$

¹³ Os resultados não esperados traduzem a diferença entre os resultados do período e aqueles que eram esperados pelo mercado, podendo estes consistir numa previsão ou nos resultados do ano anterior.

Quanto maior for o coeficiente de resposta dos resultados maior é o seu conteúdo informativo e, conseqüentemente, maior é a sua qualidade. O conteúdo informativo dos resultados pode também ser aferido através do R^2 daquela regressão, considerando-se que quanto maior for o R^2 maior é a qualidade dos resultados (Dechow et al., 2010).

A medição da qualidade dos resultados através do coeficiente de resposta dos resultados pressupõe que os mercados são eficientes e que os preços das ações refletem rapidamente toda a informação publicamente disponível (Dechow e Schrand, 2004).

* * *

A operacionalização das medidas de persistência, alisamento e conservadorismo dos resultados, anteriormente apresentadas, exigem a disponibilidade de informação ao longo de vários anos para cada empresa (Francis et al., 2004; Zhang, 2008). Como já se referiu no Capítulo 1, os dados a analisar na presente Tese caracterizam-se por representarem um conjunto de observações relativas a um elevado número de empresas e a um reduzido número de anos, onde não existe informação para todas as empresas em todos os anos. Este aspeto inviabiliza a utilização das referidas medidas de qualidade dos resultados nos estudos a realizar. O facto de se analisarem empresas sem valores cotados em bolsa impede a utilização de medidas baseadas em informação de mercado, como é o caso do coeficiente de resposta dos resultados.

No estudo apresentado no Capítulo 6 da Tese, onde se analisa o efeito da alteração da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário, toma-se a mudança do sinal dos resultados, de positivo para negativo, como sinónimo de uma redução da sua qualidade. Esta abordagem tem subjacente que os resultados negativos são de menor qualidade, comparativamente com os resultados positivos, porque são menos persistentes do que estes. Esta menor persistência está associada ao facto dos resultados

negativos serem considerados transitórios, ou seja, não se espera que a empresa mantenha indefinidamente atividades que gerem prejuízos, já que os proprietários têm como alternativa o abandono, a liquidação ou a adaptação da empresa a novas atividades (Hayn, 1995; Berger et al., 1996; Subramanyam e Wild, 1996; Frankel e Litov, 2009). Por serem menos persistentes, os resultados negativos têm uma menor capacidade de auxiliar na previsão dos resultados futuros, sendo considerados de pior qualidade comparativamente aos resultados positivos (Hayn, 1995; Burgstahler e Dichev, 1997b; Collins et al., 1999).

Sintetizando, nos estudos apresentados nos Capítulos 4 e 5, a qualidade da informação financeira será apreendida através do valor absoluto dos *accruals* anormais. No estudo apresentado no Capítulo 6 considera-se a alteração do sinal dos resultados, de positivo para negativo, como uma diminuição da qualidade da informação financeira. A utilização, neste último estudo, de uma medida de qualidade da informação financeira baseada na alteração do sinal dos resultados, em detrimento de uma medida baseada nos *accruals*, prende-se com a necessidade de definir com precisão o momento da alteração daquela qualidade para, a partir daí, analisar as variações ocorridas no custo do financiamento bancário.

No capítulo seguinte discute-se a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira e apresenta-se a evidência empírica mais relevante sobre o tema.

3. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira

3.1 Os custos de agência, a qualidade da informação financeira e o custo do financiamento

A Teoria da Agência (Jensen e Meckling, 1976) apresenta a empresa como um conjunto de contratos, entre os quais assume especial importância a relação de agência. Esta é definida como um contrato através do qual uma ou mais pessoas (o principal) contratam outra pessoa (o agente) para que esta desempenhe um serviço em seu nome, delegando no agente autoridade para a tomada de decisões (Jensen e Meckling, 1976). Numa relação de agência é expectável que ambas as partes procurem maximizar a sua utilidade. Porém, nem sempre os interesses do agente e do principal estão alinhados, podendo a maximização da utilidade do primeiro ser feita à custa do bem-estar do segundo. A este conflito de interesses designa-se de problema de agência (Subramaniam, 2006).

A contratação de financiamento tem subjacente uma relação de agência com potenciais conflitos de interesse entre os proprietários¹⁴ (o agente) e os financiadores (o principal). Estes conflitos surgem porque os proprietários podem levar a efeito ações em seu próprio benefício, que prejudiquem os financiadores. Estes emprestam à empresa meios financeiros, a uma determinada taxa de juro, baseados numa expectativa formada a partir do risco atual da empresa, do risco de futuros ativos que ela venha a adquirir e da estrutura de capitais atual e esperada (Moreira, 2009). Se os proprietários, através da gestão da empresa, tomarem medidas não antecipadas pelos financiadores que levem ao aumento do seu grau de risco, sem o correspondente reflexo nas taxas de juro exigidas,

¹⁴ Onde se incluem os gestores agindo por conta dos proprietários e se assume que os interesses de ambos se encontram alinhados.

ocorrerá uma redução do valor atual dos créditos, daí resultando uma transferência de riqueza dos financiadores para os proprietários (Moreira, 2009)¹⁵.

O problema de agência é agravado quando existem assimetrias de informação entre as partes contratantes, isto é, quando uma delas possui uma vantagem informativa sobre a outra (Subramaniam, 2006). Na relação entre proprietários e financiadores a assimetria de informação advém do facto de os proprietários, ao estarem mais diretamente envolvidos nas operações da empresa, terem acesso a mais e melhor informação comparativamente com os financiadores.

A assimetria de informação origina dois tipos de problemas nas relações de agência: o da seleção adversa (“*adverse selection*”) e o do risco moral (“*moral hazard*”) (Arruñada, 1998; Subramaniam, 2006). A seleção adversa é um problema de assimetria de informação na relação pré-contratual que, no caso da contratação de financiamento, resulta do facto dos proprietários possuírem informação que pode afetar a avaliação do seu risco de incumprimento e que é desconhecida dos financiadores. O risco moral refere-se à assimetria de informação que surge ao longo da relação contratual e resulta do facto dos financiadores não terem condições para avaliar as ações dos proprietários, em particular aquelas que originam a transferência de riqueza daqueles para estes.

¹⁵ Os proprietários podem levar a efeito quatro tipos de ações no sentido de expropriar riqueza dos financiadores: (1) aumentar os níveis de endividamento da empresa, com a conseqüente redução do direito individual de cada financiador sobre os ativos da empresa (“*claim dilution*”); (2) aumentar a distribuição de dividendos, reduzindo os valores disponíveis para reembolsar os financiadores e para realizar novos investimentos (“*dividend payment*”); (3) aumentar o risco dos ativos da empresa, através da realização de investimentos em projetos de elevado risco cujo sucesso resultará em elevados retornos apenas para os proprietários e cujo insucesso aumentará o risco de incumprimento, com as conseqüentes perdas para os financiadores (“*asset substitution*”); e (4) não realizar investimentos quando a empresa está próxima do incumprimento, pois os retornos desses investimentos beneficiarão, sobretudo, os financiadores (“*underinvestment*”) (Jensen e Meckling, 1976; Myers, 1977; Smith e Warner, 1979).

3. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira

Os conflitos de interesse associados às relações de agência podem ser resolvidos ou minimizados através de dois tipos de estratégias: a monitorização da atuação do agente e a criação de incentivos que alinhem os interesses deste com os interesses do principal (Subramaniam, 2006). Os custos associados à implementação destas estratégias e as perdas suportadas em virtude das mesmas não serem totalmente eficientes constituem custos de agência.

Na relação entre proprietários e financiadores os custos de agência¹⁶ envolvem: (1) custos de monitorização (“*monitoring costs*”) associados às ações levadas a efeito pelos financiadores no sentido de controlar a atuação dos proprietários; (2) custos de obrigação (“*bonding costs*”) decorrentes das medidas tendentes a alinhar os interesses dos proprietários com os dos financiadores; (3) custos de falência e de reorganização, associados ao incumprimento (“*bankruptcy and reorganization costs*”); e (4) perdas de riqueza associadas a limitações ao investimento derivadas de restrições contratuais ao endividamento (“*opportunity wealth loss*”) (Jensen e Meckling, 1976).

A decisão de conceder financiamento e a definição das condições em que tal ocorre pressupõe que os financiadores, como agentes racionais que são, procurem antecipar os custos de agência. Perante estes custos, os financiadores podem optar por não conceder crédito ou podem decidir repercuti-los nas taxas de juro ou noutras condições contratuais. Neste contexto, é expectável a existência de uma relação positiva entre o custo do financiamento e os custos de agência, em particular, os custos de monitorização suportados pelos financiadores e os custos associados ao incumprimento. A corroborar a existência deste tipo de relação, a evidência empírica demonstra que as empresas com estruturas de capital ou mecanismos de governo societário que minimizam os conflitos de agência entre proprietários e financiadores beneficiam de um menor custo do financiamento, quer quando recorrem aos bancos (e.g. Roberts e Yuan,

¹⁶ Designados de custos de agência do endividamento (“*agency costs of debt*”) (Jensen e Meckling, 1976).

2010; Sánchez Ballesta e García Meca, 2011; Fields et al., 2012), quer quando se financiam através da emissão de obrigações (e.g. Anderson et al., 2003; Bhojraj e Sengupta, 2003; Ashbaugh-Skaife et al., 2006).

A informação financeira tem um importante papel na redução das assimetrias de informação e dos conflitos de agência entre proprietários e financiadores. Este papel pode ser desempenhado de uma forma mais ou menos formal (Armstrong et al., 2010; Shivakumar, 2013). Informalmente, a informação financeira apoia as relações que se estabelecem ao longo do tempo entre a empresa e os seus financiadores. Formalmente, a informação financeira pode auxiliar na monitorização da atuação dos proprietários e no alinhamento dos interesses destes com os dos financiadores, através da inclusão nos contratos de convénios de dívida baseados em indicadores económico-financeiros¹⁷ ou de cláusulas que permitem ajustar a taxa de juro em função de alterações no desempenho ou na posição financeira da empresa¹⁸.

¹⁷ Os convénios de dívida podem ser de dois tipos: (1) convénios restritivos, que consistem em restrições colocadas pelos financiadores a ações da empresa que possam aumentar o seu risco de incumprimento; e (2) convénios afirmativos que exigem à empresa que leve a efeito determinadas ações (Carey et al., 1993). As restrições à distribuição de dividendos ou à obtenção de novos financiamentos são exemplos de convénios restritivos. A exigência de apresentação regular de demonstrações financeiras auditadas ou de manutenção de um determinado nível de fundo de maneo, são exemplos de convénios afirmativos. O incumprimento dos convénios de dívida por parte da empresa dá a possibilidade ao financiador de exigir o imediato pagamento da dívida, tomando as garantias dadas, ou de renegociar o contrato em condições que serão, certamente, mais gravosas para a empresa.

¹⁸ Estas cláusulas são designadas na terminologia anglo-saxónica de “*performance-pricing provisions*” e possibilitam alterações na taxa de juro de um empréstimo, sem necessidade de renegociar o mesmo, em função de alterações da qualidade creditícia da empresa. As referidas cláusulas podem contemplar um aumento da taxa de juro quando a qualidade creditícia da empresa se deteriora (designadas de “*interest increasing performance-pricing provisions*”) ou podem prever uma diminuição da taxa de juro quando a qualidade creditícia da empresa melhora (designadas de “*interest decreasing performance-pricing provisions*”) (Asquith et al., 2005).

3. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira

Considerando que a informação financeira de melhor qualidade contribui para uma menor assimetria de informação entre proprietários e financiadores e para uma maior eficiência na execução dos contratos, é expectável que exista uma relação negativa entre os custos de agência e a qualidade da informação financeira e, conseqüentemente, uma relação negativa entre esta e o custo do financiamento (Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2007).

Um dos aspetos da informação financeira que influencia os custos de agência, em particular, os custos de monitorização, é a credibilidade que lhe é conferida pela auditoria externa (Watts e Zimmermann, 1986). Nesta linha, vários estudos têm evidenciado a existência de uma relação negativa entre a sujeição das demonstrações financeiras à auditoria externa, ou a qualidade da auditoria externa, e o custo do financiamento obtido junto dos bancos (e.g. Blackwell et al., 1998; Pittman e Fortin, 2004; Karjalainen, 2011; Minnis, 2011; Kim et al., 2011a; Dedman e Kausar, 2012; Kim et al., 2013) ou obtido através da emissão de obrigações (e.g. Mansi et al., 2004).

A adoção de políticas contabilísticas conservadoras, que traduzem o conservadorismo a que se fez referência no Capítulo 2, é outro aspeto da informação financeira que pode contribuir para menores custos de agência (Watts e Zimmermann, 1986). Como se explicou nesse capítulo, na presença de incerteza o conservadorismo tende a originar uma subvalorização dos resultados e dos ativos líquidos da empresa (Zhang, 2008). Desta forma, o conservadorismo previne distribuições excessivas de dividendos aos proprietários, mitigando o conflito de interesses entre estes e os financiadores e reduzindo os custos de agência associados. Nesta linha, Ahmed et al. (2002) observam uma associação positiva entre a presença daquele tipo de conflitos e a adoção de políticas contabilísticas conservadoras. Os autores verificam ainda que as empresas com resultados mais conservadores beneficiam de melhores *ratings* de crédito, o que sugere a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento e o conservadorismo dos resultados.

3. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira

A subavaliação dos resultados e dos ativos líquidos da empresa, originada pelo conservadorismo, pode levar à violação dos convênios de dívida num momento anterior àquele em que ocorre a deterioração da qualidade creditícia da empresa. Este aspeto pode tornar os contratos de financiamento mais eficientes no que respeita à prevenção, por parte dos financiadores, das consequências associadas ao aumento do risco de incumprimento. Estes ganhos de eficiência podem traduzir-se em melhores condições de financiamento para as empresas, proporcionando um incentivo para que estas adotem políticas contabilísticas conservadoras. Nesta linha, Zhang (2008) observa a existência de uma relação negativa entre o conservadorismo dos resultados e o custo do financiamento bancário, o que sugere que os financiadores repercutem nas taxas de juro os benefícios proporcionados pelo conservadorismo. Porém, o autor também constata que as empresas com resultados mais conservadores tendem a violar mais frequentemente os convênios de dívida, o que acarreta custos para as mesmas. Por este motivo, Zhang (2008) considera que, para cada empresa, existirá um nível ótimo de conservadorismo, determinado com base na relação entre os seus custos e os seus benefícios.

Do exposto pode concluir-se que, à luz da Teoria da Agência, a relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira pode ser explicada pelo efeito que essa qualidade tem na redução dos custos de agência e no aumento da eficiência dos contratos de financiamento, com o consequente reflexo desses benefícios, por parte dos bancos, na diminuição das taxas de juro.

3.2 O risco de informação, a qualidade da informação financeira e o custo do financiamento

Como se referiu na secção anterior, a contratação de financiamento é caracterizada pela existência de assimetrias de informação entre empresa (proprietários ou gestores) e financiadores, que limitam a capacidade destes avaliarem adequadamente o risco de incumprimento daquela. A possibilidade de

3. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira

que a informação financeira, considerada relevante para avaliar o risco de incumprimento da empresa, não esteja disponível ou não seja de qualidade, traduz um risco para os financiadores, designado de “risco de informação” (Bhattacharya et al., 2003; Francis et al., 2005a)¹⁹.

O conceito de risco de informação emerge de uma linha de estudos teóricos, realizados no contexto do mercado de capitais, que analisa de que modo a qualidade e quantidade da informação divulgada publicamente pelas empresas se reflete nas rendibilidades exigidas pelos investidores e no custo do seu capital próprio (e.g. Diamond e Verrecchia, 1991; Easley et al., 2002; Easley e O’Hara, 2004; Lambert et al., 2007; Lambert et al., 2011)²⁰.

Tendo por base aquele contexto, o risco de informação pode advir de três fatores (Habib, 2006). Primeiro, da assimetria de informação entre empresa e investidores, associada à separação entre a propriedade e a gestão, donde pode resultar que a informação divulgada publicamente pela empresa não seja suficiente para suportar a tomada de decisões pelos investidores. Segundo, da assimetria de informação entre investidores, resultante do facto de alguns destes (os mais informados) possuírem informação sobre a empresa (informação privada) que não está disponível para os outros (os menos informados), o que

¹⁹ As definições de risco de informação apresentadas por estes autores são as seguintes:

“Information risk refers to a variety of risks that investors may face as a result of possessing inadequate or imprecise information on which to base their investment decisions.” (Bhattacharya et al., 2003, p. 642)

“By information risk, we mean the likelihood that firm-specific information that is pertinent to investor pricing decisions is of poor quality.” (Francis et al., 2005a, p. 296)

²⁰ A par dos estudos teóricos são também desenvolvidos estudos empíricos que procuram testar a existência de uma relação positiva (negativa) entre o risco de informação (qualidade ou quantidade da informação divulgada publicamente) e o custo do capital próprio (e.g. Botosan, 1997; Bhattacharya et al., 2003; Francis et al., 2005a; Cohen, 2008; Core et al., 2008; Francis et al., 2008; Gray et al., 2009).

impõe um maior risco de informação a estes últimos. E terceiro, da imprecisão da informação necessária para a estimação das rendibilidades ou dos fluxos de caixa futuros dos investimentos, o que implica que o risco de informação possa existir mesmo quando toda a informação relevante está disponível e todos os investidores têm acesso à mesma informação.

Como se explicou no Capítulo 2, na presente Tese a qualidade da informação financeira é entendida como a característica que permite aos financiadores aferir de forma mais precisa o risco de incumprimento da empresa, sendo apreendida através da qualidade dos resultados. Nesta medida, a qualidade da informação financeira está associada à sua capacidade de auxiliar os financiadores a estimarem as rendibilidades e os fluxos de caixa futuros da empresa, estando a mesma relacionada com o risco de informação.

À semelhança do que acontece com o risco de incumprimento, em face do risco de informação os bancos podem não conceder crédito ou podem assumir esse risco repercutindo-o no desenho dos contratos, nomeadamente, nas taxas de juro. Se este risco for repercutido nas taxas de juro, as empresas com informação financeira de pior qualidade tenderão a suportar um maior custo do financiamento bancário, donde resultará uma relação negativa entre este custo e a qualidade da informação financeira.

A relação descrita tem sido objeto de análise em estudos empíricos que seguem diferentes abordagens para apreender a qualidade da informação financeira, nomeadamente: a magnitude ou variabilidade dos *accruals* anormais (e.g. Francis et al., 2005a; Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2006, 2007; Bharath et al., 2008; Gray et al., 2009; Aldamen e Duncan, 2013); a sujeição das demonstrações financeiras à auditoria externa (e.g. Blackwell et al., 1998; Allee e Yohn, 2009; Minnis, 2011; Kim et al., 2011a; Dedman e Kausar, 2012); a qualidade da auditoria externa (e.g. Pittman e Fortin, 2004; Karjalainen, 2011; Kim et al., 2013); e a qualidade das divulgações (e.g. Mazumdar e Sengupta, 2005; Kim et al., 2011b).

A evidência empírica mais relevante sobre a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira será apresentada na secção 3.4. De uma forma geral, esta evidência demonstra a existência de uma relação negativa entre aquelas duas realidades, o que permite afirmar que os bancos, à semelhança dos investidores no contexto do mercado de capitais, exigem um prémio pelo risco de informação suportado.

3.3 A redução do custo do financiamento como incentivo à qualidade da informação financeira

Na presença de contratos baseados em indicadores contabilístico-financeiros, a Teoria Positiva da Contabilidade (Watts e Zimmermann, 1978; 1986; 1990) prevê que os gestores, como agentes racionais que são, façam opções contabilísticas no sentido de minimizar os custos contratuais e de maximizar a riqueza da empresa ou a sua própria riqueza. Na presença de convénios de dívida é expectável que os gestores procurem, através das suas escolhas contabilísticas, influenciar os valores das rubricas que lhes servem de base, no sentido de evitar o seu incumprimento. Partindo desta ideia, a Teoria Positiva da Contabilidade formula a “hipótese dos contratos de dívida”²¹ onde apresenta o contexto da obtenção de financiamento como motivador de práticas de manipulação dos resultados (Watts e Zimmermann, 1978; 1986; 1990).

Segundo a “hipótese dos contratos de dívida”, quanto mais próxima esteja uma empresa de incumprir com cláusulas contratuais de financiamento (convénios de dívida) baseadas nos resultados, mais provável será a adoção pelo gestor de políticas contabilísticas que antecipem resultados de períodos futuros para o período atual, isto é, mais provável será que o gestor manipule os resultados do período corrente, no sentido ascendente. O incentivo à manipulação dos resultados será proporcional às consequências da violação dos convénios de

²¹ Designada na terminologia anglo-saxónica de “*the debt covenant hypothesis*”.

dívida, ou seja, aos custos do seu incumprimento (Smith e Warner, 1979; Holthausen e Leftwich, 1983).

No sentido de testar a “hipótese dos contratos de dívida” surgem, no contexto americano, estudos que procuram demonstrar que os gestores fazem escolhas contabilísticas no sentido de evitar a violação de convénios de dívida, grande parte das quais com implicações nos resultados. Os primeiros estudos não são unânimes quanto à ocorrência de práticas de manipulação dos resultados no sentido ascendente, atribuindo-se esse facto à utilização metodológica de variáveis baseadas em informação contabilística, como o rácio de endividamento, para identificar as empresas que estavam próximas do incumprimento (Healy e Palepu, 1990; DeAngelo et al., 1994; DeFond e Jiambalvo, 1994; Sweeney, 1994).

Mas a “hipótese dos contratos de dívida” é claramente corroborada por estudos posteriores, que passam a utilizar informação obtida diretamente dos contratos de financiamento. Estes estudos analisam não só os convénios de dívida, mas também as cláusulas contratuais que permitem ajustar a taxa de juro em função de alterações no desempenho ou na posição financeira da empresa, demonstrando que os gestores utilizam a sua discricionariedade para manipular os resultados do período e, dessa forma, influenciarem as condições de financiamento (Dichev e Skinner, 2002; Beatty e Weber, 2003).

Numa perspetiva um pouco diferente da que está subjacente à “hipótese dos contratos de dívida”, mas relacionada com a manipulação dos resultados no contexto da obtenção de financiamento, existe evidência que demonstra a presença destas práticas em torno da emissão de obrigações (Legoria et al., 1999; Chou et al., 2009; Liu et al., 2010). Neste caso, a manipulação dos resultados visa apresentar um melhor desempenho para, dessa forma, obter financiamento a menor custo. De salientar que alguns dos estudos efetuados neste contexto demonstram que as empresas são penalizadas com uma redução das rendibilidades das suas ações quando, nos anos seguintes, o desempenho se deteriora e os acionistas percebem a manipulação (Chou et al., 2009).

Considerando que a manipulação dos resultados traduz uma prática que reduz a qualidade da informação financeira, a “hipótese dos contratos de dívida” apresenta um contexto específico da contratação de financiamento onde a obtenção de determinadas vantagens gera incentivos à redução daquela qualidade (Gill de Albornoz Nogue e Illueca, 2007). Porém, tal como se referiu nas secções anteriores, sendo a qualidade da informação financeira determinante na redução de assimetrias de informação, dos custos de agência e do risco de informação, espera-se que, fora daquele contexto, a mesma contribua para a obtenção de melhores condições de financiamento, nomeadamente, para uma redução do seu custo.

Nesta medida, a redução do custo do financiamento pode constituir uma motivação para que os gestores preparem informação financeira de melhor qualidade. A suportar esta ideia existe evidência que demonstra que opções contabilísticas conducentes a informação financeira de melhor qualidade, tais como, a sujeição voluntária das demonstrações financeiras à auditoria externa ou a adoção voluntária das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) conduzem a uma redução do custo do financiamento bancário (e.g. Blackwell et al., 1998; Minnis, 2011; Kim et al., 2011a; Kim et al., 2011b).

Desta forma, a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira pode proporcionar uma perspetiva diferente dos incentivos associados à contratação de financiamento, à luz da Teoria Positiva da Contabilidade.

3.4 Evidência empírica sobre a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira

Esta secção apresenta evidência empírica relevante sobre a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, sistematizando essa evidência pelo tipo de *proxy* utilizada para apreender a qualidade da informação financeira.

3.4.1 Qualidade da informação financeira operacionalizada através dos *accruals* anormais

Tal como se explicou na subsecção 2.3.1, os *accruals* anormais pretendem captar práticas de manipulação dos resultados, ajustamentos e erros não intencionais inerentes à preparação da informação financeira, que prejudicam a capacidade dos resultados preverem os fluxos de caixa futuros e, conseqüentemente, reduzem a qualidade da informação financeira.

De seguida, analisa-se um conjunto de estudos que abordam a qualidade da informação financeira através dos *accruals* anormais: Francis et al. (2005a) e Bharath et al. (2008), sobre empresas com valores cotados em bolsa americanas; Gray et al. (2009) e Aldamen e Duncan (2013), sobre empresas com valores cotados em bolsa australianas; e Gill de Albornoz Nogueira e Illueca (2006; 2007), sobre empresas espanholas sem valores cotados em bolsa.

O estudo de Francis et al. (2005a):

Estes autores analisam o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento alheio, considerado de uma forma global, incluindo, por isso, o financiamento bancário. Este estudo surge na sequência de um anterior (Francis et al., 2004) também realizado com uma amostra de empresas americanas com valores cotados em bolsa, onde é analisado o efeito no custo do capital próprio de várias propriedades dos resultados.

No estudo de Francis et al. (2005a) o custo do financiamento é medido através do rácio entre os gastos com juros e a dívida financeira média do período. A qualidade da informação financeira é medida com base no desvio-padrão dos *accruals* anormais determinados pelo modelo de Dechow e Dichev (2002), com a modificação introduzida por McNichols (2002). A evidência obtida demonstra que as empresas com informação financeira de pior qualidade (maior desvio-padrão dos *accruals* anormais) suportam um maior custo do financiamento.

3. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira

Os autores testam ainda, separadamente, o efeito no custo do financiamento da componente inata e da componente discricionária dos *accruals* anormais²². Os resultados obtidos demonstram que ambos os componentes estão positivamente relacionados com o custo do financiamento, mas o efeito da componente inata dos *accruals* é significativamente maior do que o efeito da componente discricionária.

O menor efeito da componente discricionária dos *accruals* deve-se, na opinião dos autores, ao facto da mesma refletir uma combinação de escolhas contabilísticas que se compensam em termos do efeito no custo do financiamento: por um lado, essas escolhas podem traduzir práticas de manipulação dos resultados, que são penalizadas pelos financiadores com um aumento do custo do financiamento; por outro lado, pode tratar-se de escolhas contabilísticas que tornam a informação sobre os resultados mais relevante, sendo premiada pelos financiadores com uma redução daquele custo. Em conjunto estes dois tipos de escolhas tendem a anular-se em termos do seu efeito no custo do financiamento. Uma vez que, em termos globais, os *accruals* discricionários contribuem para um aumento do custo do financiamento, Francis et al. (2005a) concluem que, no contexto analisado, esta componente dos *accruals* anormais tende a refletir, sobretudo, o efeito de práticas de manipulação dos resultados.

O estudo de Gray et al. (2009):

Na mesma linha do estudo de Francis et al. (2005a), Gray et al. (2009) analisam, com uma amostra de empresas australianas com valores cotados em bolsa, a relação entre a qualidade da informação financeira e o custo do financiamento alheio considerado de uma forma global, incluindo, igualmente, o

²² Para separar os *accruals* anormais nestas duas componentes, também designadas de *accruals* inatos e de *accruals* discricionários, os autores propõem o modelo que foi apresentado na subsecção 2.3.1. da Tese.

financiamento bancário. A qualidade da informação financeira é também medida com base no desvio-padrão dos *accruals* anormais, determinados pelo modelo de Dechow e Dichev (2002) com a modificação introduzida por McNichols (2002). O custo do financiamento é medido pelo rácio entre os gastos com juros e a dívida financeira média do período. À semelhança de Francis et al. (2005a), o estudo de Gray et al. (2009) contempla a análise do efeito no custo do financiamento da componente inata e da componente discricionária dos *accruals*.

Os resultados obtidos por Gray et al. (2009) demonstram que a qualidade da informação financeira não influencia o custo do financiamento das empresas australianas. Quando analisam separadamente o efeito das componentes, inata e discricionária, dos *accruals* anormais observam que a componente inata está positivamente relacionada com o custo do financiamento e que a componente discricionária não tem qualquer efeito naquele custo. Estes resultados são diferentes dos obtidos por Francis et al. (2005a), que observaram uma relação negativa entre a qualidade dos resultados e o custo do financiamento, bem como um efeito neste custo quer da componente inata, quer da componente discricionária dos *accruals*.

As diferenças encontradas relativamente ao estudo de Francis et al. (2005a) são explicadas por Gray et al. (2009) como sendo consequência das diferenças existentes nos tipos de financiamento utilizados pelas empresas australianas e pelas empresas americanas. As empresas australianas, comparativamente com as americanas, recorrem menos aos mercados de capitais e mais aos bancos. Este tipo de financiadores tende a estabelecer relações mais próximas com as empresas, o que lhes facilita o acesso a informação de carácter privado e uma maior monitorização da atuação dos gestores (Petersen e Rajan, 1994; Berger e Udell, 1995). Estes fatores contribuem para uma menor assimetria de informação entre empresas e financiadores e reduzem a margem para atuações oportunistas na preparação da informação financeira. Neste contexto, o risco de informação associado à discricionariedade dos gestores tende a ser menor, donde resulta um menor efeito dos *accruals* discricionários no custo do financiamento.

O estudo de Aldamen e Duncan (2013):

Na sequência dos resultados obtidos por Gray et al. (2009), Aldamen e Duncan (2013) analisam, também em empresas australianas com valores cotados, a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira. Esta é abordada de modo idêntico aos estudos anteriores, sendo igualmente analisado o efeito da componente inata e da componente discricionária dos *accruals* anormais no custo do financiamento.

Este estudo apresenta duas inovações relativamente ao estudo de Gray et al. (2009). A primeira consiste na consideração de um conjunto de variáveis de controlo, distintas das anteriormente utilizadas, e que captam o efeito naquele custo da qualidade do governo societário e da monitorização exercida pelos bancos. A segunda traduz-se na utilização de duas medidas alternativas para o custo do financiamento bancário: (1) o rácio entre os gastos com juros e a dívida financeira média do período, medida utilizada em estudos anteriores; e (2) o custo médio ponderado do financiamento bancário, calculado com base na informação divulgada pelas empresas nas notas às demonstrações financeiras.

A consideração de uma nova medida do custo do financiamento bancário tem como objetivo verificar se os resultados obtidos no estudo são sensíveis à forma como aquele custo é calculado. Aldamen e Duncan (2013) consideram que a ocorrência de grandes variações na dívida financeira próximo do final do ano e a obtenção e reembolso de empréstimos dentro do mesmo ano introduzem algum ruído no rácio entre os gastos com juros e a dívida financeira média do período, uma vez que o denominador pode divergir significativamente do capital que serviu de base ao cálculo do juro representado no numerador²³. Os autores referem que

²³ A título de exemplo, admitamos um empréstimo de 1.000 unidades monetárias (u.m.), a uma taxa de juro anual de 12%, por um período de um ano. Se este empréstimo for contraído no dia 2 de julho do ano N-1, sendo reembolsado no dia 1 de julho do ano N, o gasto com juros do ano N corresponde a 6 meses, ou seja, 60 u.m. e o passivo financeiro médio do ano N será de 500 u.m.

3. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira

este ruído na variável custo do financiamento faz com que, na estimação dos modelos econométricos, os erros padrão associados às variáveis independentes sejam superiores, originando inferências incorretas acerca da relação entre essas variáveis e o custo do financiamento. No caso concreto da relação entre o custo do financiamento e a qualidade dos resultados, pode levar à rejeição da hipótese de existência de tal relação, quando a mesma existe.

A evidência obtida por Aldamen e Duncan (2013) permite retirar as seguintes conclusões: (1) a qualidade da informação financeira, medida pelo desvio-padrão dos *accruals* anormais, não influencia o custo do financiamento bancário, independentemente da forma como este é medido; (2) a componente inata dos *accruals* anormais está positivamente relacionada com o custo do financiamento bancário, independentemente da forma como este é medido; (3) a componente discricionária dos *accruals* anormais está negativamente relacionada com o custo do financiamento, quando este é medido pelo custo médio ponderado dos financiamentos obtidos; e (4) a relação entre a componente discricionária dos *accruals* anormais e o custo do financiamento não é estatisticamente significativa,

([1.000 u.m. no início do ano N + 0 u.m. no final do ano N]/2]). O custo do financiamento será de 12%, ou seja, coincidente com a taxa de juro contratada.

Mas se este empréstimo for contraído no dia 2 de novembro do ano N-1, sendo reembolsado no dia 1 de novembro do ano N, o gasto com juros do ano N corresponde a 10 meses, ou seja, 100 u.m. e o passivo financeiro médio do ano N será de 500 u.m. ([1.000 u.m. no início do ano N + 0 u.m. no final do ano N]/2]). O custo do financiamento será de 20%, ou seja, superior à taxa de juro contratada. Esta sobreavaliação da taxa de juro contratada será tanto maior quanto mais próximo do final do ano ocorrer o reembolso do empréstimo.

Se este empréstimo for contraído no dia 2 de dezembro do ano N, sendo reembolsado no dia 1 de dezembro do ano N+1, o gasto com juros do ano N corresponde a 1 mês, ou seja, 10 u.m. e o passivo financeiro médio do ano será de 500 u.m. ([0 u.m. no início do ano N + 1.000 u.m. no final do ano N]/2]). O custo do financiamento será de 2%, ou seja, inferior à taxa de juro contratada. Esta subavaliação da taxa de juro contratada será tanto maior quanto mais próximo do final do ano ocorrer a obtenção do empréstimo.

quando este é medido pelo rácio entre os gastos com juros e a dívida financeira média do período.

Ao utilizar um modelo com diferentes variáveis de controlo e duas medidas alternativas do custo do financiamento bancário, o estudo de Aldamen e Duncan (2013) faz vários contributos relativamente aos resultados obtidos por Gray et al. (2009), no mesmo contexto de empresas australianas, e aos resultados obtidos por Francis et al. (2005a), no contexto das empresas com valores cotados americanas.

A inexistência de uma relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, observada por Aldamen e Duncan (2013) independentemente da medida do custo do financiamento utilizada, corrobora os resultados de Gray et al. (2009) e suporta as diferenças encontradas entre os resultados deste estudo e o de Francis et al. (2005a), justificadas com base nos distintos contextos institucionais.

A relação positiva entre o custo do financiamento bancário e a componente inata dos *accruals* anormais, encontrada por Aldamen e Duncan (2013), vai na linha dos resultados de Gray et al. (2009) e de Francis et al. (2005a) e demonstra que a incerteza inerente ao ambiente em que a empresa opera é repercutida da mesma forma no custo do financiamento, independentemente do contexto institucional.

A relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a componente discricionária dos *accruals* anormais, encontrada por Aldamen e Duncan (2013), traduz um resultado diferente quer do que foi obtido por Francis et al. (2005a), quer do que foi obtido por Gray et al. (2009). Francis et al. (2005a) observaram uma relação positiva entre o custo do financiamento e os *accruals* discricionários, o que sugere que estes refletem, sobretudo, práticas de manipulação dos resultados e que as mesmas são penalizadas pelos financiadores. Gray et al. (2009) constataram a ausência de relação entre o custo do financiamento e a componente discricionária dos *accruals*, utilizando como medida do custo do

3. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira

financiamento o rácio entre os gastos com juros e a dívida financeira média do período. Aldamen e Duncan (2013) quando utilizam esta medida também não encontram uma relação estatisticamente significativa entre o custo do financiamento e a componente discricionária dos *accruals*. Porém, quando utilizam o custo médio ponderado do financiamento, observam uma relação negativa entre o custo do financiamento e a componente discricionária dos *accruals*.

Os resultados obtidos por Aldamen e Duncan (2013) têm duas implicações. Primeira, a relação negativa entre o custo do financiamento e a componente discricionária dos *accruals* anormais, encontrada por Aldamen e Duncan (2013), sugere que a discricionariedade captada através desta componente tende a refletir, sobretudo, escolhas contabilísticas que visam proporcionar informação mais relevante. Deste modo, no contexto australiano, a componente discricionária dos *accruals* tende a estar positivamente relacionada com a qualidade da informação financeira e, conseqüentemente, negativamente relacionada com o custo do financiamento. O facto de a componente inata e a componente discricionária terem um efeito oposto no custo do financiamento parece justificar a ausência de uma relação estatisticamente significativa entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira, nas empresas australianas. Segunda, o facto da referida relação negativa entre o custo do financiamento e a componente discricionária dos *accruals* anormais, apenas ser estatisticamente significativa quando se utiliza o custo médio ponderado do financiamento vem corroborar a ideia de que a medida baseada no rácio entre os gastos com juros e a dívida financeira média do período pode levar a concluir pela não existência de uma relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira, em situações em que tal relação existe.

O estudo de Bharath et al. (2008):

Com uma amostra de empresas americanas com valores cotados em bolsa, Bharath et al. (2008) analisam o papel da qualidade da informação financeira na escolha do tipo de financiamento e no desenho dos contratos de financiamento,

3. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira

nomeadamente, na definição das taxas de juro. A qualidade da informação financeira é medida através do valor absoluto dos *accruals* anormais. Os tipos de financiamento analisados são os empréstimos por obrigações e os empréstimos bancários. A informação sobre as taxas de juro, as garantias dadas e o prazo dos empréstimos é obtida diretamente a partir de informação sobre os contratos de empréstimo.

Os resultados do estudo de Bharath et al. (2008) evidenciam que as empresas com informação financeira de pior qualidade têm uma maior probabilidade de se financiarem junto dos bancos, em detrimento do mercado obrigacionista. Tal facto demonstra que os bancos têm mecanismos de monitorização e de acesso a informação sobre a empresa que lhes permitem reduzir o risco de seleção adversa associado à informação de menor qualidade (Diamond, 1984; 1991). Os autores também observam que a diminuição da qualidade dos resultados é, no caso dos empréstimos obrigacionistas, totalmente repercutida na taxa de juro, ou seja, no custo do financiamento, enquanto nos empréstimos bancários tal facto é repercutido no aumento da taxa de juro, na diminuição do prazo do financiamento ou na exigência de garantias. Daqui resulta que, embora a qualidade da informação financeira influencie o custo de ambos os tipos de financiamento, tem um maior impacto no custo dos empréstimos obrigacionistas, em consequência da menor flexibilidade deste tipo de empréstimos impedir a repercussão noutras condições contratuais do risco associado à menor qualidade da informação.

Os estudos de Gill de Albornoz Noguera e Illueca (2006; 2007):

No contexto das empresas sem valores cotados em bolsa, a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, medida através dos *accruals* anormais, encontra-se documentada nos estudos de Gill de Albornoz Noguera e Illueca (2006; 2007), sobre empresas espanholas.

Gill de Albornoz Noguera e Illueca (2006) analisam a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, com uma amostra

3. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira

de empresas espanholas sem valores cotados em bolsa. O custo do financiamento é calculado através do rácio entre os gastos com juros e o passivo financeiro médio. A qualidade da informação financeira é medida através do valor absoluto dos *accruals* anormais. Os resultados obtidos demonstram que as empresas com informação financeira de melhor qualidade beneficiam de um menor custo do financiamento.

No estudo de Gill de Albornoz Noguera e Illueca (2006) é também analisado o efeito da dimensão da empresa de auditoria naquela relação, concluindo-se que o efeito da qualidade da informação financeira na redução do custo do financiamento tende a ser maior nas empresas que são auditadas por uma grande firma internacional de auditoria (uma *Big*) comparativamente com o efeito observado nas empresas onde os auditores são nacionais.

Com uma amostra idêntica à que serviu de base ao estudo anterior, Gill de Albornoz Noguera e Illueca (2007) analisam a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, dividindo a amostra por grupos de dimensão, definida em função do total do ativo. Na linha do estudo anterior, a qualidade da informação financeira é abordada através do valor absoluto dos *accruals* anormais e o custo do financiamento bancário é medido pelo rácio entre os gastos com juros e a dívida financeira média do período.

Os resultados demonstram que o custo do financiamento bancário está negativamente relacionado com a qualidade da informação financeira, apenas nas empresas de maior dimensão, não se observando qualquer tipo de relação nas empresas de menor dimensão. Em testes adicionais, os autores verificam que a banca relacional pode ser a justificação para a menor importância da qualidade da informação financeira nas empresas de menor dimensão. A banca relacional, ao proporcionar aos bancos o acesso a informação de carácter privado, através de um conjunto de relações contratuais que são estabelecidas com a empresa ao longo do tempo, constitui um importante mecanismo de redução de assimetrias de informação (Berger e Udell, 1995; Boot, 2000). Neste contexto, a informação

financeira tende a assumir uma menor importância para a definição das condições contratuais dos empréstimos, justificando a ausência de um efeito da sua qualidade na redução do custo do financiamento bancário.

3.4.2 Qualidade da informação financeira operacionalizada através da sujeição das demonstrações financeiras à auditoria externa

Os estudos em que a qualidade da informação financeira é apreendida através da sujeição das demonstrações financeiras à auditoria externa consideram que a informação é de melhor qualidade quando sujeita ao exame de um auditor externo, pois este confere-lhe maior fiabilidade. Os estudos aqui analisados são os de Blackwell et al. (1998), Allee e Yohn (2009), Minnis (2011), Kim et al. (2011a) e Dedman e Kausar (2012). Estes estudos contemplam quer situações de sujeição à auditoria de forma obrigatória, ou seja, por imposição legal, quer situações de sujeição à auditoria por opção da empresa, isto é, de forma voluntária.

O estudo de Blackwell et al. (1998):

Neste estudo é analisada a relação entre o custo do financiamento bancário e a sujeição das demonstrações financeiras à auditoria externa, de forma voluntária, com uma amostra de empresas americanas sem valores cotados em bolsa.

O custo do financiamento é obtido diretamente a partir de informação sobre os contratos de empréstimo. As empresas analisadas podem optar por um de três níveis de associação do auditor às demonstrações financeiras. O primeiro nível corresponde ao de uma auditoria, ou seja, o auditor proporciona uma “segurança razoável” de que as demonstrações financeiras não contêm erros materialmente relevantes e de que estão preparadas de acordo com os “princípios contabilísticos geralmente aceites”. O segundo nível corresponde a uma “*review*”, ou seja, uma revisão das demonstrações financeiras menos abrangente, onde o auditor proporciona uma “certificação negativa” indicando um risco moderado de

3. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira

existência de erros materialmente relevantes. Por fim, o terceiro nível corresponde a uma “*compilation*” onde o contabilista prepara as demonstrações financeiras de acordo com os “princípios contabilísticos geralmente aceitos”, não sendo as mesmas sujeitas a qualquer exame por parte de um auditor, pelo que não existe qualquer segurança quanto à inexistência de erros materialmente relevantes.

O nível de associação correspondente à auditoria é aquele que proporciona informação de melhor qualidade. Os resultados do estudo demonstram que as empresas cujas demonstrações financeiras foram auditadas suportam um menor custo do financiamento bancário, comparativamente com as empresas cujas demonstrações financeiras foram apenas sujeitas a uma revisão (“*review*”) ou a uma compilação (“*compilation*”).

O estudo de Allee e Yohn (2009):

Tendo por base uma amostra de empresas americanas sem valores cotados em bolsa, Allee e Yohn (2009) analisam a relação entre o custo do financiamento bancário e dois aspetos que influenciam a qualidade da informação financeira: a sujeição de forma voluntária à auditoria externa e a aplicação da base de acréscimo na contabilização das operações²⁴. A informação utilizada neste estudo provém de uma base de dados preparada a partir de entrevistas realizadas por telefone junto das empresas, sendo o custo do financiamento medido pela taxa de juro suportada no último empréstimo obtido.

A evidência obtida demonstra que não existem diferenças significativas no custo do financiamento suportado pelas empresas que sujeitam as suas demonstrações financeiras à auditoria, comparativamente com aquelas que não têm as suas demonstrações financeiras auditadas. Este resultado é diferente do

²⁴ O estudo abrange empresas de reduzida dimensão que não estão obrigadas a preparar informação financeira de acordo com os “princípios contabilísticos geralmente aceitos” e que, por isso, podem utilizar a base de caixa.

3. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira

obtido por Blackwell et al. (1998) e pode dever-se às diferenças existentes na metodologia de recolha de dados e de determinação do custo do financiamento.

Os resultados obtidos também evidenciam que as empresas que adotam a base de acréscimo beneficiam de um menor custo do financiamento bancário, comparativamente com as empresas que seguem uma base de caixa na contabilização das suas operações.

O estudo de Minnis (2011):

Também com uma amostra de empresas americanas sem valores cotados em bolsa, Minnis (2011) analisa o efeito no custo do financiamento bancário da sujeição voluntária das demonstrações financeiras à auditoria externa. O custo do financiamento é calculado através do rácio entre os gastos com juros e o passivo financeiro médio.

Os resultados obtidos evidenciam que as empresas que sujeitam de forma voluntária as suas demonstrações financeiras à auditoria externa suportam um menor custo do financiamento bancário, comparativamente com as empresas que não têm as suas demonstrações financeiras auditadas.

O estudo demonstra ainda que a informação financeira auditada tem um maior efeito na redução do custo do financiamento bancário, comparativamente com a informação financeira não auditada. Este efeito é observado a partir das variáveis incluídas no modelo de análise representativas de rácios financeiros utilizados na análise de crédito, tais como a liquidez. Nas empresas auditadas estas variáveis apresentam uma maior associação com o custo do financiamento bancário, comparativamente com as empresas não auditadas, sugerindo que os bancos atribuem uma maior importância à informação financeira auditada, na determinação da taxa de juro.

O estudo de Kim et al. (2011a):

Aqui é analisado o efeito no custo do financiamento bancário da sujeição voluntária das demonstrações financeiras à auditoria externa, com uma amostra de empresas coreanas sem valores cotados em bolsa. O custo do financiamento é calculado através do rácio entre os gastos com juros e o passivo financeiro médio.

Os resultados demonstram que as empresas que sujeitam de forma voluntária as suas demonstrações financeiras à auditoria externa beneficiam de um menor custo do financiamento bancário, comparativamente com as empresas que não têm as suas demonstrações financeiras auditadas.

O estudo analisa ainda se a escolha de uma grande empresa de auditoria (uma *Big*) tem um efeito no custo do financiamento das empresas que sujeitam de forma voluntária as suas demonstrações financeiras à auditoria externa. A evidência obtida demonstra que não existem diferenças significativas no custo do financiamento das empresas auditadas por uma grande empresa de auditoria, comparativamente com as empresas que são auditadas por auditores de menor dimensão. Este resultado sugere que a sujeição de forma voluntária à auditoria é o fator mais importante para os bancos, não sendo relevante a dimensão do auditor.

Kim et al. (2011a) também analisam o efeito no custo do financiamento bancário da alteração de um regime de não sujeição à auditoria para um de dois regimes: o de sujeição à auditoria de forma voluntária e o de sujeição à auditoria por imposição legal. A evidência obtida demonstra que as empresas que passam para um regime de sujeição voluntária beneficiam de uma maior redução do custo do financiamento, comparativamente com as empresas que passam para um regime de sujeição obrigatória. Este resultado sugere que os bancos consideram que a sujeição de forma voluntária à auditoria externa tem um maior efeito na melhoria da qualidade da informação financeira, comparativamente com a sujeição à auditoria externa por imposição legal.

O estudo de Dedman e Kausar (2012):

Os autores analisam o efeito nos *ratings* de crédito da sujeição voluntária das demonstrações financeiras à auditoria externa, com uma amostra de empresas sem valores cotados do Reino Unido.

O estudo retrata um contexto específico que tem por pano de fundo uma alteração legislativa, ocorrida em 2004, com o objetivo de aumentar os limites de dimensão a partir dos quais as empresas daquele país são obrigadas a sujeitar as suas demonstrações financeiras à auditoria externa. Desta alteração resultou um maior número de empresas isentas daquela obrigação, entre as quais uma parte decidiu continuar a manter, agora de forma voluntária, a sujeição das suas demonstrações financeiras à auditoria externa. Este estudo procura aferir se esta decisão tem um efeito nos *ratings* de crédito bancário.

Os resultados obtidos demonstram que as empresas que decidiram manter a sujeição das suas demonstrações financeiras à auditoria externa beneficiam de *ratings* de crédito mais elevados, o que tenderá a refletir-se num menor custo do financiamento bancário.

3.4.3 Qualidade da informação financeira operacionalizada através da qualidade da auditoria externa

A abordagem à qualidade da informação financeira através da qualidade da auditoria externa tem subjacente que a informação financeira será de melhor qualidade quando a auditoria se revestir de determinadas características, tais como: ser realizada por uma das grandes empresas internacionais de auditoria (uma *Big*); ser realizada por vários auditores que assumem conjuntamente a responsabilidade pela auditoria; ou ser realizada por um auditor que conhece há mais tempo a empresa, ou seja, quando a relação entre auditor e cliente é mais longa. Nesta abordagem enquadram-se os estudos de Pittman e Fortin (2004), Karjalainen (2011) e Kim et al. (2013).

O estudo de Pittman e Fortin (2004):

Neste estudo é analisado o efeito da dimensão do auditor no custo do financiamento bancário, com uma amostra de empresas americanas que colocaram as suas ações no mercado bolsista pela primeira vez. O custo do financiamento bancário é calculado através do rácio entre os gastos com juros e o passivo financeiro médio.

Os resultados demonstram que as empresas que são auditadas por uma grande (*Big*) empresa de auditoria tendem a beneficiar de um menor custo do financiamento bancário, comparativamente com as empresas que são auditadas por outros auditores. A evidência proporcionada permite ainda concluir que o efeito da dimensão do auditor na redução do custo do financiamento é maior nos primeiros anos em que a empresa está no mercado bolsista e que esse efeito vai diminuindo ao longo do tempo. Este resultado sugere que a qualidade da informação financeira tende a ser mais importante nos primeiros anos de presença da empresa no mercado, em virtude das maiores assimetrias de informação aí existentes, ocorrendo uma diminuição daquela importância à medida que o tempo passa e a banca vai construindo um historial de crédito acerca da empresa (Diamond, 1989).

O estudo de Karjalainen (2011):

O autor analisa, com uma amostra de empresas finlandesas sem valores cotados em bolsa, o efeito da dimensão do auditor, do número de auditores responsáveis envolvidos na auditoria e do tipo de opinião manifestada pelo auditor no relatório de auditoria, no custo do financiamento bancário. Este custo é calculado através do rácio entre os gastos com juros e o passivo financeiro médio.

Os resultados evidenciam uma relação negativa entre o custo do financiamento e a qualidade da auditoria medida através da dimensão do auditor e do número de auditores envolvidos na auditoria. A evidência encontrada demonstra ainda que as empresas sobre as quais recaiu uma opinião “sem

reservas” (“*clean audit report*”) suportam um menor custo do financiamento bancário comparativamente com as empresas cujo relatório de auditoria apresenta uma opinião “modificada”.

No estudo é ainda analisado o efeito no custo do financiamento bancário da qualidade dos resultados, medida com base no valor absoluto dos *accruals* anormais. Os resultados obtidos suportam a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade dos resultados.

O estudo de Kim et al. (2013):

Tendo por base uma amostra de empresas americanas com valores cotados em bolsa, Kim et al. (2013) analisam a relação entre o custo do financiamento bancário e dois aspetos da qualidade da auditoria externa: a dimensão do auditor e a duração da relação auditor-cliente. O custo do financiamento bancário é obtido a partir de informação sobre os empréstimos. Os resultados obtidos demonstram a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e os aspetos da qualidade da auditoria analisados.

O estudo analisa ainda o efeito da dimensão do auditor no custo de dois tipos de empréstimos: aqueles que são destinados a financiar a tesouraria da empresa, como a contas correntes caucionadas ou os descobertos bancários, e aqueles que se destinam a financiar investimentos específicos, envolvendo, geralmente, prazos de reembolso mais latos.

Os autores consideram que os bancos utilizam a informação financeira de forma diferente na determinação das condições de financiamento de cada um daqueles tipos de empréstimos. Nos empréstimos destinados a financiar a tesouraria da empresa, as condições de financiamento são, em grande medida, determinadas com base na informação obtida através da banca relacional. Nos financiamentos destinados a investimentos específicos os bancos tendem a realizar uma análise de risco mais formal, com base nas demonstrações

financeiras da empresa²⁵. Esta diferente utilização da informação financeira sugere uma diferente relação entre o custo do financiamento e a qualidade da auditoria, para cada um daqueles tipos de empréstimos.

Os resultados corroboram aquela ideia, demonstrando que o efeito da dimensão da empresa de auditoria na redução do custo dos empréstimos destinados a investimentos (“*transaction-based term loans*”) é superior ao efeito observado relativamente aos empréstimos destinados a financiar a tesouraria da empresa (“*relationship-based revolving loans*”).

3.4.4 Qualidade da informação financeira operacionalizada através de outras proxies

Nesta subsecção são analisados três estudos sobre o efeito no custo do financiamento bancário da qualidade da informação financeira, onde esta é operacionalizada por três diferentes *proxies*: a qualidade das divulgações (Mazumdar e Sengupta, 2005); a adoção voluntária das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) (Kim et al., 2011b); e as reexpressões (“*restatement*”) à informação financeira (Graham et al., 2008).

O estudo de Mazumdar e Sengupta (2005):

Neste estudo é analisada a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade das divulgações, com uma amostra de empresas americanas com valores cotados em bolsa. A divulgação de informação pelas empresas contribui para reduzir o seu risco de informação e, conseqüentemente, para que os bancos possam avaliar com maior precisão o seu risco de incumprimento. Nesta medida, espera-se que exista uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade das divulgações.

²⁵ Nesta linha, os autores designam os empréstimos destinados a financiar a tesouraria da empresa de “*relationship-based revolving loans*” e os empréstimos destinados a financiar investimentos específicos de “*transaction-based term loans*”.

3. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira

Para medir a qualidade das divulgações, Mazumdar e Sengupta (2005) utilizam *scores* que traduzem uma avaliação realizada por analistas financeiros às práticas de divulgação das empresas e publicados pela *Association for Investment Management and Research*. São considerados três tipos de *scores*: um *score* que mede a qualidade das divulgações, de caráter obrigatório e de caráter voluntário, contidas no relatório e contas anual; um *score* que mede a qualidade das divulgações contidas nos relatórios trimestrais e noutras publicações realizadas pela empresa de forma voluntária; e um *score* que mede a qualidade das divulgações realizadas pelo departamento de “*investor relations*” aos analistas financeiros. O custo do financiamento bancário é obtido diretamente através de informação sobre os empréstimos.

Os resultados obtidos confirmam a expectativa evidenciando, para todos os tipos de *scores* considerados, uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade das divulgações. De salientar que a qualidade das divulgações contidas no relatório e contas anual é a que apresenta um maior efeito na redução daquele custo. Esta evidência sugere que os bancos consideram a qualidade de toda a informação divulgada pela empresa, mas dão maior importância à qualidade da informação contida no relatório anual.

O estudo de Kim et al. (2011b):

Os autores analisam o efeito nas taxas de juro e noutras condições dos empréstimos bancários, da adoção voluntária das *International Financial Reporting Standards* (IFRS), antes de 2005, tendo por base uma amostra de empresas com valores cotados em bolsa, de 40 países de todo o mundo.

A adoção voluntária das IFRS é considerada como um compromisso, por parte das empresas, no sentido de divulgarem mais e melhor informação, donde resulta uma redução do risco de informação a ser suportado pelos bancos na concessão de financiamento. Por este motivo, os autores esperam que as empresas que adotam voluntariamente as IFRS suportem menores taxas de juro, tenham acesso a empréstimos de maiores montantes e por maiores prazos de

3. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira

tempo e estejam sujeitas a convênios de dívida menos restritivos e a menores exigências de garantias, comparativamente com as empresas que adotam as normas de contabilidade nacionais. Os resultados obtidos confirmam as expectativas.

O estudo faz ainda uma análise ao efeito da adoção voluntária das IFRS no custo do financiamento, separadamente para os empréstimos destinados a financiar a tesouraria da empresa e para os empréstimos destinados a financiar investimentos específicos. Trata-se de uma análise semelhante à realizada por Kim et al. (2013) e apresentada na subsecção anterior. Os resultados obtidos demonstram que a adoção voluntária das IFRS apenas tem o efeito de redução das taxas de juro nos empréstimos destinados a financiar investimentos específicos, não existindo tal efeito nos empréstimos destinados a financiar a tesouraria. Este resultado parece confirmar que a negociação dos empréstimos destinados a financiar investimentos específicos se baseia numa análise mais formal da informação financeira e que os empréstimos destinados a financiar a tesouraria tendem a ser negociados com base na informação proporcionada pela banca relacional.

O estudo de Graham et al. (2008):

Neste estudo é analisado o efeito no custo do financiamento bancário das reexpressões (“*restatement*”) realizadas à informação financeira. Os autores estudam uma amostra de empresas americanas com valores cotados em bolsa que realizaram reexpressões à informação financeira na sequência de fraudes ou de erros materialmente relevantes, detetados pela própria empresa ou por terceiras entidades, tais como, auditores ou a entidade reguladora do mercado (a *Securities and Exchange Commission*). As taxas de juro e outras condições contratuais são obtidas a partir de informação sobre os contratos de financiamento.

As reexpressões consubstanciam situações que reduzem a confiança dos bancos na qualidade da informação financeira, com dois tipos de implicações.

3. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira

Primeiro, levam a que o banco tenha que rever a avaliação do risco de incumprimento anteriormente realizada, considerando agora a informação reexpressa. Segundo, geram incertezas, no futuro, sobre a qualidade da informação financeira da empresa. Deste modo, as reexpressões tendem a aumentar o risco de informação da empresa, tendo como consequência esperada uma deterioração das condições de financiamento, nomeadamente, um aumento das taxas de juro.

Os resultados obtidos demonstram que as empresas que efetuaram reexpressões à sua informação financeira suportam um aumento das taxas de juro, uma redução dos prazos dos seus empréstimos, um aumento das exigências de garantias e maiores restrições nos convénios de dívida.

* * *

Uma vez concluída a apresentação de evidência empírica sobre a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, faz-se agora uma breve síntese da mesma.

A evidência empírica recolhida nos estudos analisados tende a demonstrar a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, sugerindo que a informação financeira de melhor qualidade tem associado um menor risco de informação que é repercutido pelos bancos nas taxas de juro.

Da análise realizada constata-se que os *accruals* anormais, a qualidade da auditoria externa e a sujeição de forma voluntária das demonstrações financeiras à auditoria externa têm sido as *proxies* mais utilizadas para abordar a qualidade da informação financeira. No que concerne ao custo do financiamento bancário, grande parte dos estudos utiliza como *proxy* o rácio entre os gastos com juros e o passivo financeiro médio, uma vez que nem sempre é possível aceder à informação sobre as taxas de juro efetivamente praticadas nos empréstimos. Esta *proxy* revela algumas limitações pois o denominador pode ser muito diferente do

capital que serviu de base ao cálculo do juro constante do numerador. Como constataram Aldamen e Duncan (2013), o ruído desta variável pode levar a que se rejeite a hipótese de existência de uma relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, quando essa relação de facto existe. No entanto, uma vez que a utilização desta variável torna mais difícil a demonstração da existência daquela relação, pode intuir-se que a sua observação mediante a utilização desta medida torna os resultados dos estudos mais robustos.

Um outro aspeto a salientar da evidência analisada prende-se com o contexto institucional em que a mesma é obtida, predominantemente, o contexto americano. São exceções a esta regra os estudos de: Gray et al. (2009) e Aldamen e Duncan (2013) sobre empresas australianas; de Gill de Albornoz Nogueira e Illueca (2006; 2007) sobre empresas espanholas; de Kim et al. (2011a) sobre empresas coreanas; de Dedman e Kausar (2012) sobre empresas do Reino Unido; e de Karjalainen (2011), sobre empresas finlandesas. As empresas com valores cotados em bolsa são também aquelas que mais atraem a atenção dos investigadores, facto que se justifica pela maior disponibilidade de informação sobre estas empresas. Relativamente a empresas sem valores cotados em bolsa contam-se os estudos de Blackwell et al. (1998), Allee e Yohn (2009), Gill de Albornoz Nogueira e Illueca (2006; 2007), Minnis (2011), Kim et al. (2011a), Karjalainen (2011) e Dedman e Kausar (2012). Estes estudos demonstram que, nos últimos anos, tem crescido o interesse pelas empresas sem valores cotados em bolsa, facto a que não é alheio o reconhecimento da importância das mesmas no tecido empresarial dos países analisados e a maior disponibilidade de bases de dados sobre as mesmas.

A Tese prossegue com a apresentação do Capítulo 4 onde se apresenta o primeiro estudo que tem como objetivo analisar a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, nas empresas portuguesas sem valores cotados em bolsa.

3. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira

[Esta página foi intencionalmente deixada em branco]

**4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da
Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas
Portuguesas sem Valores Cotados em Bolsa**

4.1 Introdução

Neste capítulo procura dar-se resposta à primeira questão de investigação apresentada na Introdução da Tese, ou seja, saber se, no contexto das empresas portuguesas sem valores cotados em bolsa, existe uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, semelhante à documentada em estudos anteriores (e.g. Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2007; Francis et al., 2005a; Minnis, 2011). Este estudo alicerça-se numa amostra de empresas portuguesas sem valores cotados em bolsa, no período de 2001 a 2007.

Uma das motivações para a realização deste estudo prende-se com o facto de não existir em Portugal, tanto quanto se conhece, nenhum trabalho desta natureza²⁶. Embora a qualidade da informação financeira das empresas portuguesas venha já merecendo a atenção dos investigadores nacionais (e.g. Mendes e Rodrigues, 2006; Moreira, 2008; Pimentel e Canadas, 2008; Martins e Moreira, 2009; Marques et al., 2011) o seu efeito no custo do financiamento bancário é ainda uma área por explorar.

Como se referiu no Capítulo 3, no panorama internacional os estudos sobre a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação

²⁶ De salientar que Mendes e Rodrigues (2006), num estudo sobre práticas de manipulação dos resultados em empresas portuguesas com valores cotados em bolsa, observam que as empresas que encetam práticas de manipulação dos resultados tendentes ao seu alisamento suportam, em média, um maior custo do financiamento comparativamente com as empresas que não realizaram essas práticas. Este resultado é obtido a partir da comparação dos valores médios do custo do financiamento entre empresas que alisaram os resultados e empresas que não alisaram os resultados, não permitindo concluir se existe de facto uma relação entre o custo do financiamento e o nível de alisamento dos resultados, após controlar outros determinantes daquele custo. O custo do financiamento é medido através da média, calculada para todo o período analisado (de 1996 a 1999), do rácio entre os gastos com juros e o passivo financeiro no final do ano.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

financeira têm sido sobretudo realizados no contexto americano, quer com empresas com valores cotados (e.g. Francis et al., 2005a; Bharath et al., 2008; Kim et al., 2013), quer com empresas sem valores cotados (e.g. Blackwell et al., 1998; Allee e Yohn, 2009; Minnis, 2011). Fora desse contexto, e relativamente a empresas com valores cotados em bolsa, conhecem-se os estudos de Gray et al. (2009) e Aldamen e Duncan (2013) para empresas australianas. Relativamente a empresas sem valores cotados em bolsa, salientam-se os estudos de Gill de Albornoz Nogueira e Illueca (2006; 2007) sobre empresas espanholas; de Kim et al. (2011a) sobre empresas coreanas; de Karjalainen (2011), sobre empresas finlandesas; e de Dedman e Kausar (2012) sobre empresas do Reino Unido.

A análise da relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, em empresas portuguesas sem valores cotados em bolsa, proporcionará evidência empírica num país caracterizado por um contexto institucional do tipo “*code law*”, no sentido que lhe é dado por Ball et al. (2000), e num tecido empresarial caracterizado por empresas de pequena e média dimensão, que têm nos bancos os seus principais financiadores. Embora o estudo de Gill de Albornoz Nogueira e Illueca (2007) analise um contexto semelhante, com uma amostra de empresas espanholas sem valores cotados em bolsa, os resultados aí obtidos demonstram que a qualidade da informação financeira apenas influencia o custo do financiamento bancário nas empresas de maior dimensão, não se observando qualquer efeito nas empresas de menor dimensão. Este resultado suscita a questão de saber se tal efeito se observa também nas empresas portuguesas, que tendem a ser de menor dimensão.

No presente estudo, a qualidade da informação financeira é medida através do valor absoluto da componente anormal dos *accruals*, sendo esta estimada através do modelo de Dechow e Dichev (2002), com a modificação introduzida por McNichols (2002). O custo do financiamento bancário é obtido através do rácio entre os gastos com juros e a dívida financeira média do ano. A relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira é analisada com base num modelo de regressão linear.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

Os resultados obtidos no presente estudo permitem concluir que existe uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira nas empresas portuguesas sem valores cotados e que essa relação existe independentemente da sua dimensão. São ainda realizados testes adicionais no sentido de aferir se fatores como as necessidades de financiamento e a sujeição da informação financeira à auditoria externa influenciam a relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira. Os resultados não evidenciam diferenças na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, em função das necessidades de financiamento. No que respeita à sujeição da informação financeira à auditoria, os resultados demonstram que nas empresas com auditor o efeito da qualidade da informação financeira na redução do custo do financiamento bancário tende a ser maior. Analisa-se também se a relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira pode ser diferente consoante os financiamentos se destinem a investimentos ou à tesouraria da empresa. Os resultados não evidenciam diferenças na relação existente entre a qualidade da informação financeira e o custo de cada um daqueles tipos de financiamento.

Este estudo faz três contributos para a literatura. Primeiro, proporciona evidência ao nível nacional sobre o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário, contribuindo para suprir esta lacuna na investigação nacional sobre a qualidade da informação financeira (e.g. Mendes e Rodrigues, 2006; Moreira, 2008; Pimentel e Canadas, 2008; Martins e Moreira, 2009; Marques et al., 2011). Segundo, a evidência obtida permite corroborar, com base num diferente contexto institucional e em empresas de menor dimensão, a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira observada em estudos anteriores (e.g. Francis et al., 2005a; Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2007; Kim et al., 2011a; Karjalainen, 2011; Dedman e Kausar, 2012). Terceiro, demonstra que a sujeição das demonstrações financeiras à auditoria pode potenciar o efeito da qualidade da informação financeira na redução do custo do financiamento bancário, mesmo

quando essa sujeição é uma obrigatoriedade legal, e não apenas quando se trata de uma opção da empresa, como documentou Minnis (2011). Assim, os resultados deste estudo afiguram-se de interesse quer para a comunidade académica, quer para os gestores e profissionais envolvidos na preparação de informação financeira.

Este capítulo estrutura-se em mais seis secções. Na secção 4.2 procede-se a uma breve caracterização do contexto institucional e empresarial português. Na secção 4.3 formula-se a hipótese de investigação. Nas secções 4.4 e 4.5 apresentam-se, respetivamente, a metodologia e a seleção da amostra e estatísticas descritivas. Prossegue-se na secção 4.6 com a análise dos resultados e conclui-se na secção 4.7 com uma breve síntese dos principais resultados e contributos.

4.2 O contexto institucional e empresarial português

O tecido empresarial português é caracterizado pelo predomínio de empresas de reduzida dimensão, que caem maioritariamente na definição de micro, pequena ou média empresa da Recomendação da Comissão 2003/361/CE (Comissão das Comunidades Europeias, 2003b)²⁷. Para estas empresas o

²⁷ A definição de micro, pequenas e médias empresas compreende aquelas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede os 50 milhões de euros ou cujo balanço anual não excede os 43 milhões de euros. Uma pequena empresa é definida como aquela que emprega menos de 50 pessoas e cujo volume de negócios anual ou balanço total anual não exceda os 10 milhões de euros. Uma microempresa é definida como aquela que emprega menos de 10 pessoas e cujo volume de negócios anual ou balanço total anual não exceda os 2 milhões de euros (Comissão das Comunidades Europeias, 2003b). Em 2011, as micro, pequenas e médias empresas portuguesas representavam 99,9% do total das empresas em Portugal e eram responsáveis por 77,4% do emprego e por 53,4% do volume de negócios (INE, 2013).

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

mercado bolsista não constitui uma verdadeira fonte de financiamento, assumindo o sistema bancário esse papel^{28 29}.

O contexto institucional português é, segundo Moreira (2006), caracterizado por três determinantes: (i) um forte alinhamento entre a propriedade e a gestão, sendo a maioria das empresas gerida pelos proprietários, não sendo por isso afetada por problemas de agência entre gestores e proprietários; (ii) as empresas financiam-se junto dos bancos e não são constrangidas por convênios de dívida formais; e (iii) o sistema legal vigente é do tipo *code law*, no sentido descrito por Ball et al. (2000) e existe uma relação muito estreita entre o sistema contabilístico e o sistema fiscal.

A estreita relação entre o resultado contabilístico e o resultado fiscal coloca a minimização do imposto a pagar como um dos principais incentivos à manipulação dos resultados por parte das empresas portuguesas sem valores cotados em bolsa. Para tal, os gestores realizam escolhas contabilísticas tendentes à diminuição do resultado, para pagar menos imposto, mas evitando apresentar perdas que possam atrair a atenção das autoridades fiscais, dando origem às designadas práticas de manipulação “para evitar perdas” (Moreira, 2008).

²⁸ De acordo com informação do Banco Central Europeu e do Banco de Portugal (Gameiro e Ribeiro, 2007), 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%; ações cotadas em bolsa, 20%; e ações não cotadas em bolsa e quotas, 40%. Estes dados demonstram também a pouca expressão do mercado de capitais como fonte de financiamento das empresas portuguesas, sobretudo se se tiver em conta que as empresas com valores cotados são em menor número e de grande dimensão.

²⁹ No “Inquérito ao Crédito”, realizado em março de 2012 pela Associação Industrial Portuguesa e pela Confederação Empresarial de Portugal, cerca de 54% das pequenas e médias empresas inquiridas referem o crédito bancário como a sua fonte de financiamento mais relevante (AIP e CEP, 2012).

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

Embora as empresas portuguesas tendam a não estar limitadas por convênios de dívida formais, a situação económica e financeira da empresa é determinante do seu risco de incumprimento, influenciando as condições de contratação e o custo do financiamento bancário. Como tal, as empresas têm também incentivos para manipular o resultado no sentido ascendente, quando pretendam melhorar a sua imagem perante os bancos. Assim, como refere Moreira (2008), a manipulação dos resultados pelas empresas portuguesas tende a ser determinada por dois tipos de incentivos de efeito oposto: (1) a minimização do imposto a pagar, que gera incentivos à diminuição do resultado, procurando-se, todavia, evitar a apresentação de perdas; e (2) a necessidade de assegurar o financiamento bancário, que gera incentivos à manipulação tendente a aumentar os resultados. Nesse estudo o autor constata que as empresas com maiores necessidades de financiamento são menos propensas às práticas de manipulação “para evitar perdas”, associadas à minimização do imposto a pagar. Daqui resulta que, em Portugal, a contratação de financiamento bancário pode ser um fator constrangedor daquele tipo de práticas, limitando o efeito negativo que as mesmas têm na qualidade da informação financeira.

A relação entre as necessidades de financiamento e a qualidade da informação financeira nas empresas portuguesas está também documentada no estudo de Martins e Moreira (2009). Tomando o nível de endividamento como *proxy* para as necessidades de financiamento da empresa, os autores demonstram a presença de uma relação não linear entre a qualidade da informação financeira e o nível de endividamento da empresa. Para níveis relativamente baixos de endividamento, a relação entre a qualidade da informação financeira e o endividamento é positiva, o que sugere que as necessidades de financiamento levam as empresas a preparar e apresentar informação financeira de melhor qualidade. Para elevados níveis de endividamento, a relação entre a qualidade da informação financeira e o endividamento é negativa, o que sugere a presença de práticas de manipulação dos resultados que visam ocultar a verdadeira situação económica da empresa.

Esta evidência permite perspetivar o contexto de obtenção de financiamento bancário das empresas portuguesas, não apenas como motivador de práticas de manipulação dos resultados, mas também como gerador de incentivos para a melhoria da qualidade da informação financeira, no sentido da obtenção de condições de financiamento mais vantajosas.

Na secção seguinte formula-se a hipótese de investigação.

4.3 Desenvolvimento e formulação da hipótese de investigação

O objetivo do presente estudo é o de testar a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, nas empresas portuguesas sem valores cotados em bolsa. A qualidade da informação financeira, como se explicou no Capítulo 2, é entendida como a capacidade que a mesma tem de auxiliar os financiadores a aferir com maior precisão o risco de incumprimento da empresa.

Tal como se discutiu no Capítulo 3, à luz da Teoria da Agência (Jensen e Meckling, 1976) a contratação de financiamento bancário configura uma relação caracterizada pela assimetria de informação e por potenciais conflitos de interesses entre proprietários (ou gestores agindo por sua conta) e financiadores, que têm associados custos de agência que, por sua vez, podem ser repercutidos nas taxas de juro. A informação financeira pode desempenhar um importante papel neste contexto, seja informalmente, apoiando as relações entre empresa e financiadores, seja formalmente, através da inclusão nos contratos de cláusulas baseadas em indicadores económico-financeiros, destinadas a monitorizar a atuação dos proprietários e a alinhar os interesses destes com os dos financiadores (Armstrong et al., 2010; Shivakumar, 2013). Na medida em que a informação financeira de melhor qualidade contribua para menores assimetrias de informação e para uma maior eficiência na execução dos contratos, pode a mesma ter um efeito na redução dos custos de agência e, conseqüentemente, na diminuição do custo do financiamento bancário.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

Naquele capítulo também se apresentou o conceito de “risco de informação” na perspectiva dos financiadores, que pode ser descrito como a possibilidade de que a informação considerada relevante para avaliar o risco de incumprimento da empresa, não esteja disponível ou não seja de qualidade (Bhattacharya et al., 2003; Francis et al., 2005a). Um dos fatores que está na origem do risco de informação prende-se com a imprecisão da informação necessária para a estimação das rendibilidades ou dos fluxos de caixa futuros da empresa (Habib, 2006). Nesta medida, a informação financeira de qualidade envolve um menor risco de informação para os financiadores. Se este risco for repercutido nas taxas de juro, de forma semelhante ao próprio risco de incumprimento, é expectável que exista uma relação negativa entre a qualidade da informação financeira e o custo do financiamento bancário.

A relação descrita encontra-se documentada, empiricamente, em estudos realizados noutros países (e.g. Francis et al., 2005a; Gill de Albornoz Nogue e Illueca, 2007; Karjalainen, 2011; Minnis, 2011). De salientar que, tal como se explicou na subsecção 3.4.1, Gill de Albornoz Nogue e Illueca (2007) apenas observaram a referida relação nas empresas de maior dimensão. No sentido de testar a existência da referida relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, nas empresas portuguesas, formula-se a seguinte hipótese de investigação:

H1: O custo do financiamento bancário das empresas portuguesas sem valores cotados em bolsa está negativamente relacionado com a qualidade da respetiva informação financeira, independentemente da dimensão da empresa.

Uma vez apresentada a hipótese de investigação, na secção seguinte descreve-se a metodologia a seguir para testar a mesma.

4.4 Metodologia

4.4.1 O modelo

A hipótese de investigação será testada com base num modelo multivariado de regressão linear, onde a variável dependente é o custo do financiamento bancário e as variáveis independentes são a qualidade da informação financeira e um conjunto de variáveis de controlo que traduzem características da empresa, que se consideram independentes da qualidade da informação financeira, mas que são suscetíveis de influenciar o custo do financiamento bancário. Todas as variáveis independentes são desfasadas em um período, pois considera-se que a taxa de juro e outras condições contratuais dos empréstimos bancários são decididas pelos bancos tomando por base a informação financeira do ano anterior (e.g. Gill de Albornoz Nogueer e Illueca, 2007). Nas subsecções 4.4.2, 4.4.3 e 4.4.4 procede-se a uma análise mais detalhada destas variáveis. O modelo incorpora ainda, como variáveis de controlo, um conjunto de variáveis dicotómicas relativas aos anos da amostra, que visam captar efeitos específicos de um determinado ano e comuns a todas as empresas, bem como um conjunto de variáveis dicotómicas relativas ao setor de atividade, que visam captar efeitos que são específicos de um determinado setor e comuns a todas as empresas desse setor.

O modelo de análise será estimado pelo método dos mínimos quadrados, em *pool* de dados, e é assim representado:

$$CFIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 QIF_{i,t-1} + \beta_2 CJ_{i,t-1} + \beta_3 LIQ_{i,t-1} + \beta_4 TANG_{i,t-1} + \beta_5 END_{i,t-1} + \beta_6 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=01}^{74} \beta_1 SETOR_k + \sum_{n=2001}^{2007} \beta_j ANO_n + \varepsilon_{i,t} \quad [4.1]$$

Onde:

$CFIN_{i,t}$ – Representa o custo do financiamento bancário da empresa i no ano t e é medido pelo rácio entre os gastos com juros e o passivo financeiro médio do ano.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

$QIF_{i,t-1}$ – Representa a qualidade da informação financeira da empresa i no ano $t-1$, cuja medição será desenvolvida na subsecção 4.4.3. Espera-se que o sinal do coeficiente desta variável seja negativo indicando que quanto maior for a qualidade da informação financeira, menor é o custo do financiamento bancário.

$CJ_{i,t-1}$ – Representa o rácio de cobertura de juros da empresa i no ano $t-1$, calculado como o quociente entre o resultado antes de impostos, juros, depreciações e amortizações³⁰ e os gastos com juros. O sinal esperado para o coeficiente desta variável é negativo indicando que quanto maior for o rácio de cobertura de juros, menor é o custo do financiamento bancário.

$LIQ_{i,t-1}$ – Representa o rácio de liquidez geral da empresa i no ano $t-1$, calculado como o quociente entre o ativo corrente e o passivo corrente. O sinal esperado para o coeficiente desta variável é negativo indicando que quanto maior for o rácio de liquidez geral, menor é o custo do financiamento bancário.

$TANG_{i,t-1}$ – Representa a tangibilidade dos ativos da empresa i no ano $t-1$, medida pelo rácio entre o total dos ativos fixos tangíveis e o total do ativo. O sinal esperado para o coeficiente desta variável é negativo, indicando que quanto maior for a proporção de ativos fixos tangíveis, menor é o custo do financiamento bancário.

$END_{i,t-1}$ – Representa o nível de endividamento da empresa i no ano $t-1$, medido pelo rácio entre o total do passivo e o total do ativo. O sinal esperado para o coeficiente desta variável é positivo indicando que

³⁰ Designado na literatura anglo-saxónica de *EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

quanto maior for o endividamento, maior é o custo do financiamento bancário.

$DIM_{i,t-1}$ – Representa a dimensão da empresa i no ano $t-1$, medida pelo logaritmo do total do ativo. O sinal esperado para o coeficiente desta variável é negativo indicando que quanto maior for a dimensão da empresa, menor é o custo do financiamento bancário.

$\sum_{k=01}^{74} SETOR_k$ – Conjunto de variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 se a observação pertence ao setor de atividade e 0 se o contrário. O setor de atividade é definido ao nível do segundo dígito da Classificação das Atividades Económicas (CAE – Revisão 2.1), que indica a Divisão em que se insere a atividade principal da empresa. Não se formulam quaisquer expectativas quanto ao sinal esperado para a variável $SETOR$.

$\sum_{n=2001}^{2007} ANO_n$ – Conjunto de variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 se a observação pertence ao ano e 0 se o contrário. Não se formulam quaisquer expectativas quanto ao sinal esperado para a variável ANO .

$\varepsilon_{i,t}$ – Erro de estimação que obedece às hipóteses clássicas dos modelos estimados pelo método dos mínimos quadrados.

4.4.2 Variável custo do financiamento bancário

A variável dependente é o custo do financiamento bancário ($CFIM$) dado pela taxa de juro suportada nos empréstimos bancários. Não sendo esta diretamente observável a partir da informação disponível utiliza-se como medida desse custo, o rácio entre os gastos com juros e a dívida financeira média do ano, como acontece noutros estudos (e.g. Pittman e Fortin, 2004; Francis et al., 2005a; Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2007; Gray et al., 2009; Minnis, 2011; Karjalainen, 2011; Sánchez Ballesta e García Meca, 2011). A utilização da dívida financeira média, ou seja, da média entre a dívida financeira no início e no fim do ano,

procura aproximar o denominador daquele rácio ao capital que serviu de base ao cálculo dos juros.

O estabelecimento de uma relação entre o custo do financiamento bancário e os seus determinantes recomenda a presença de um nível mínimo de dívida financeira no sentido de reduzir a volatilidade das taxas estimadas. Por este motivo, apenas se consideram no cálculo da variável *CFIN* as observações com uma percentagem de dívida financeira média igual ou superior a 5% do total do ativo (Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2007).

Como se explicou no Capítulo 3, a ocorrência de variações na dívida financeira próximo do final do ano e a obtenção e reembolso de empréstimos dentro do mesmo ano introduzem algum ruído no denominador do rácio *CFIN*, uma vez que o mesmo pode divergir significativamente do capital que serviu de base ao cálculo do juro representado no numerador³¹. Como forma de obviar a este problema, foram eliminadas as observações onde a dívida financeira entre o início e o fim do período aumenta para mais do dobro ou se reduz para menos de metade (Minnis, 2011). Pese embora este procedimento minimize o ruído contido na variável *CFIN*, não o elimina totalmente, podendo levar à rejeição da hipótese de existência de uma relação entre o *CFIN* e a qualidade da informação financeira, quando essa relação existe efetivamente (Aldamen e Duncan, 2013).

4.4.3 Variável qualidade da informação financeira

Como se referiu no Capítulo 2 da Tese, neste estudo a qualidade da informação financeira será medida através do valor absoluto dos *accruals* anormais calculados com base no modelo de Dechow e Dichev com a modificação de McNichols (2002), que se apresenta de seguida. Os *accruals* anormais representam o efeito, nos resultados, da discricionariedade do gestor e

³¹ Vide exemplo apresentado na subsecção 3.4.1 da Tese.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

dos erros não intencionais associados à aplicação das normas contabilísticas, considerando-se que quanto maior for o seu valor absoluto, menor é a capacidade dos resultados auxiliarem na previsão dos fluxos de caixa futuros. Deste modo, um resultado com uma elevada componente anormal de *accruals* não permite aferir com precisão o risco de incumprimento da empresa, pelo que a qualidade da informação financeira estará inversamente relacionada com o valor absoluto dos *accruals* anormais.

O modelo de Dechow e Dichev (2002) com a modificação introduzida por McNichols (2002) é assim representado³²:

$$ACP_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FCO_{i,t-1} + \alpha_2 FCO_{i,t} + \alpha_3 FCO_{i,t+1} + \alpha_4 \Delta VN_{i,t} + \alpha_5 AFT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

$ACP_{i,t}$ – *Accruals* de curto prazo da empresa i para o ano t , calculados a partir da variação do fundo de maneo³³.

$FCO_{i,t-1}$, $FCO_{i,t}$ e $FCO_{i,t+1}$ – Fluxos de caixa das atividades operacionais da empresa i para os anos $t-1$, t e $t+1$, respetivamente. Os fluxos de caixa são calculados de forma indireta, pela subtração ao resultado operacional da componente relativa aos *accruals* totais³⁴. Os *accruals*

³² Todas as variáveis são deflacionadas pelo ativo médio do ano t a fim de minimizar problemas de heterocedasticidade, eliminando-se as observações onde o valor absoluto das variáveis deflacionadas é superior a 1, uma vez que traduzem situações pouco usuais em que a variável financeira em causa, ou a sua variação, representam mais do que 100% do ativo médio.

³³ $ACP_{i,t} = \Delta AC_{i,t} - \Delta CXEQ_{i,t} - \Delta PC_{i,t} + \Delta InstCredCP_{i,t}$, onde $\Delta AC_{i,t}$ é a variação do Ativo Corrente no ano t , $\Delta CXEQ_{i,t}$ é a variação em Caixa e Equivalentes de caixa no ano t , $\Delta PC_{i,t}$ é a variação do Passivo Corrente no ano t , $\Delta InstCredCP_{i,t}$ é a variação nas dívidas a instituições de crédito de curto prazo no ano t .

³⁴ Esta forma indireta de cálculo dos fluxos de caixa justifica-se pelo facto de não se dispôr de informação proveniente da demonstração dos fluxos de caixa. O desejável seria a medição dos

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

totais são obtidos subtraindo aos *accruals* de curto prazo as depreciações e amortizações.

$\Delta VN_{i,t}$ – Variação do volume de negócios da empresa i para o ano t , dada pela diferença entre o volume de negócios do ano t e do ano $t-1$.

$AFT_{i,t}$ – Montante dos ativos fixos tangíveis da empresa i para o ano t .

$\varepsilon_{i,t}$ – Resíduos do modelo.

Como se explicou na subsecção 2.3.1 da Tese, o modelo inicialmente proposto por Dechow e Dichev (2002) parte da relação que se estabelece ao longo do tempo entre os *accruals* e os fluxos de caixa. Sendo os *accruals* ajustamentos temporários que antecipam ou adiam o reconhecimento dos fluxos de caixa, os *accruals* de curto prazo da empresa i no período t ($ACP_{i,t}$), são função dos fluxos de caixa do período anterior ($FCO_{i,t-1}$), corrente ($FCO_{i,t}$) e seguinte ($FCO_{i,t+1}$). Os *accruals* anormais são dados pelos resíduos obtidos na estimação do modelo ($\varepsilon_{i,t}$).

No sentido de aumentar o poder explicativo do modelo de Dechow e Dichev (2002), McNichols (2002) propõe uma modificação, que dá origem ao modelo aqui utilizado e que, doravante, será designado de modelo DD-MN. A modificação proposta por McNichols (2002) consistiu na introdução das variáveis do modelo de Jones (1991) que são a variação do volume de negócios ($\Delta VN_{i,t}$) e o montante dos ativos fixos tangíveis ($AFT_{i,t}$). Estas variáveis permitem excluir dos resíduos os *accruals* (normais) associados a variações no nível de atividade da empresa e ao montante de ativos fixos tangíveis.

fluxos de caixa das atividades operacionais de forma direta, a partir da demonstração dos fluxos de caixa, e o posterior cálculo dos *accruals* totais por diferença entre o resultado operacional e o fluxo de caixa, como aconselham Hribar e Collins (2002).

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

Os parâmetros do modelo de DD-MN são estimados pelo método dos mínimos quadrados, em corte transversal (“*cross section*”) por ano e por setor. Na linha de outros estudos (e.g. Francis et al., 2005a; Gill de Albornoz Nogueer e Illueca, 2007) exige-se um mínimo de 20 observações por ano e por setor sendo o setor definido ao nível do segundo dígito da classificação portuguesa das atividades económicas (CAE - Revisão 2.1), que indica a Divisão em que se insere a atividade principal da empresa. Os *accruals* normais são dados pelos valores ajustados do modelo DD-MN, isto é, pela seguinte expressão:

$$Accruals\ Normais_{i,t} = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 FCO_{i,t-1} + \hat{\alpha}_2 FCO_{i,t} + \hat{\alpha}_3 FCO_{i,t+1} + \hat{\alpha}_4 \Delta VN_{i,t} + \hat{\alpha}_5 AFT_{i,t}$$

Os *accruals* anormais são obtidos pelos resíduos do modelo DD-MN, ou seja, pela seguinte expressão:

$$Accruals\ Anormais_{i,t} = \hat{\varepsilon}_{i,t} = ACP_{i,t} - Accruals\ Normais_{i,t}$$

Como já se referiu anteriormente, um maior valor absoluto dos *accruals* anormais corresponde a uma menor qualidade da informação financeira. Desta forma, espera-se uma relação positiva entre o custo do financiamento bancário e o valor absoluto dos *accruals* anormais, ou seja, uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira. No sentido de facilitar a leitura dos resultados, a qualidade da informação financeira (*QIF*) é medida pelo simétrico do valor absoluto dos *accruals* anormais obtidos pelo modelo DD-MN, ou seja, $-|Accruals\ anormais_{i,t}|$. O sinal esperado para o coeficiente da variável *QIF* é negativo, indicando que quanto menor for essa qualidade (maior valor absoluto dos *accruals* anormais), maior é o custo do financiamento bancário.

4.4.4 Variáveis de controlo

O modelo de análise incorpora um conjunto de variáveis de controlo que visam captar o efeito, sobre o custo do financiamento bancário, de características da empresa distintas da qualidade da informação financeira.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

Na linha de estudos anteriores que relacionam o custo do financiamento bancário com a qualidade da informação financeira (Francis et al., 2005a; Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2007; Gray et al., 2009; Karjalainen, 2011) são introduzidas no modelo as seguintes variáveis de controlo: o rácio de cobertura de juros (CJ), dado pelo quociente entre o resultado antes de impostos, juros, depreciações e amortizações (EBITDA) e os gastos com juros; o rácio de liquidez geral (LIQ), dado pelo quociente entre o ativo corrente e o passivo corrente; o rácio de ativos fixos tangíveis ($TANG$), dado pelo quociente entre o total dos ativos fixos tangíveis e o total do ativo; o rácio de endividamento (END) dado pelo quociente entre o total do passivo e o total do ativo; e a dimensão da empresa (DIM), medida pelo logaritmo do total do ativo.

Discute-se, agora, a justificação económica para a consideração de cada uma destas variáveis no modelo de análise.

O rácio de cobertura de juros (CJ) traduz a capacidade da empresa gerar resultados, relativizando tal capacidade face ao montante de obrigações inerentes ao pagamento de juros. O rácio de liquidez geral (LIQ) mede a capacidade da empresa gerar, no curto prazo, fluxos de caixa suficientes para fazer face aos passivos correntes, onde se incluem os financiamentos obtidos. Estes rácios estão negativamente associados ao risco de incumprimento da empresa e, previsivelmente, estarão também negativamente associados ao custo do financiamento bancário (Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2007).

O rácio de ativos tangíveis ($TANG$) é assumido como uma *proxy* para a capacidade da empresa oferecer garantias reais aos financiamentos obtidos. Uma maior capacidade de proporcionar garantias reais aos financiamentos obtidos traduz um menor risco de incumprimento da empresa. Assim, é expectável que este rácio esteja negativamente associado ao custo do financiamento bancário (Shailer, 1999).

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

O rácio de endividamento (*END*) traduz a dependência da empresa face a capitais alheios e serve como *proxy* para o risco financeiro da empresa. Quanto maior for o endividamento, tendencialmente maior será esse risco e, potencialmente, maior será o custo do financiamento bancário (Petersen e Rajan, 1994).

A dimensão da empresa (*DIM*) capta um conjunto de características suscetíveis de influenciarem o custo do financiamento bancário. As empresas de maior dimensão tendem a contratar maiores volumes de financiamento, o que lhes proporciona maior poder negocial sobre os bancos e permite aos bancos ter, proporcionalmente, menores custos administrativos, o que se pode traduzir num menor custo do financiamento (Carey et al., 1993). Além disso, as empresas de maior dimensão são, por regra, empresas mais velhas e, conseqüentemente, estão numa fase do seu ciclo de vida mais estável, apresentando um menor risco financeiro e de negócio (Shailer, 1999). A idade, por sua vez, está negativamente relacionada com o nível de assimetria de informação entre empresa e financiadores, uma vez que as empresas mais velhas são mais conhecidas nos mercados onde se financiam (Diamond, 1989). A dimensão também está negativamente relacionada com a assimetria de informação em virtude das empresas de maior dimensão estarem, tendencialmente, sujeitas a maiores exigências legais de divulgação e de certificação da sua informação financeira. Espera-se, pois, que a dimensão (*DIM*) esteja negativamente relacionada com o risco da empresa e que tal se reflita num menor custo do financiamento bancário.

Na secção seguinte explicita-se a seleção da amostra e a análise das principais estatísticas descritivas.

4.5 Seleção da amostra e estatísticas descritivas

A amostra utilizada neste estudo foi retirada da base de dados SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos, comercializada pelo *Bureau van Dijk*, na sua versão de janeiro de 2009, que cobria os anos de 1998 a 2007. A versão

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

consultada da base de dados contempla informação financeira proveniente do balanço e da demonstração dos resultados por naturezas e tem como âmbito empresas portuguesas.

Para a seleção das empresas a analisar exigiu-se: (1) que fossem sociedades por quotas ou sociedades anónimas sem valores cotados em bolsa, dado o âmbito da Tese e porque a presença das empresas no mercado de capitais pode afetar a qualidade da informação financeira diferentemente do que acontece para as que não têm valores cotados (e.g. Coppens e Peek, 2005; Ball e Shivakumar, 2005); (2) que tivessem um total do ativo igual ou superior a 1 milhão de euros, visando este critério eliminar empresas de menor dimensão onde fatores como a prestação de garantias pessoais podem introduzir ruído na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira (e.g. Gill de Albornoz Noguera e Illueca, 2007); e (3) cujo total do capital próprio fosse positivo, uma vez que capitais próprios negativos representam fortes estrangulamentos financeiros que podem incentivar os gestores à manipulação dos resultados, distorcendo a análise (e.g. Jaggi e Lee, 2002). Estes critérios de seleção permitiram obter um total de 19.368 empresas a que correspondem 193.680 observações.

De seguida, excluíram-se as empresas do setor financeiro, imobiliário, educação, *utilities* e setor público, devido às diferenças que os respetivos normativos contabilísticos e a natureza da atividade podem introduzir no cálculo dos *accruals*. Ficaram disponíveis 169.290 observações. Após o desfasamento das variáveis em um período, contavam-se 152.361 observações.

Como se referiu na subsecção 4.4.2, o cálculo da variável custo do financiamento bancário (*CFIM*) levou a que apenas se considerassem as observações com uma percentagem de dívida financeira média igual ou superior a 5% do total do ativo e para as quais essa dívida financeira não tivesse aumentado para mais do dobro, nem se tivesse reduzido para menos de metade, entre o início e o fim do ano. E como se referiu na subsecção 4.4.3, o cálculo da

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

variável qualidade da informação (*QIF*) exigiu a imposição de um mínimo de 20 observações por ano e por setor. Após estas restrições contavam-se 12.569 observações.

Após consideração das restantes variáveis do modelo de análise, contavam-se 10.283 observações que permitem a análise no período 2001 a 2007. O processo de seleção da amostra é sistematizado na Tabela 4.1.

Tabela 4.1 – Seleção da amostra

	N.º de empresas	N.º de observações
Sociedades anónimas e por quotas disponíveis para o período 1998 a 2007; sem valores cotados em bolsa; com um total do ativo igual ou superior a 1 milhão de euros; e com um total do capital próprio positivo.	19.368	193.680
Observações após retirar as relativas aos setores financeiro, imobiliário, educação, <i>utilities</i> e setor público.		169.290
Observações após o desfasamento das variáveis em um período.		152.361
Observações após impor as restrições associadas ao cálculo da variável custo do financiamento (<i>CFIN</i>) e da variável qualidade da informação financeira (<i>QIF</i>).		12.569
Observações após determinação das restantes variáveis necessárias à estimação do modelo de análise no período 2001 a 2007.		10.283

As 10.283 observações da amostra, respeitam a 3.597 empresas e aos anos de 2001 a 2007, traduzindo um painel de dados não balanceado³⁵.

³⁵ A redução do período de análise na amostra final resulta de três fatores: (1) do desfasamento das variáveis em um período; (2) da necessidade de informação ao longo de três anos consecutivos, inerente ao cálculo dos *accruals* anormais pelo modelo DD-MN; e (3) da consideração das variáveis independentes do modelo de análise desfasadas em um período. Uma análise ao número de anos de informação disponível para cada empresa permitiu observar que para mais de 50% das empresas apenas se dispõe de informação para um ou dois anos.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

Na Tabela 4.2 apresenta-se a distribuição das observações por ano e indústria.

Tabela 4.2 – Distribuição das observações por ano e indústria

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total setor	%
Agricultura	0	20	0	38	29	53	74	214	2
Indústria transformadora	221	515	666	678	696	811	920	4.507	44
Construção, Comércio e Serviços	286	565	614	712	926	1.133	1.326	5.562	54
Total ano	507	1.100	1.280	1.428	1.651	1.997	2.320	10.283	100

Uma análise da Tabela 4.2 permite concluir que o número de observações aumenta ao longo do período analisado, consistentemente com o facto de se tratar de uma base de dados em construção, que vai incorporando mais empresas ao longo do tempo. Relativamente à distribuição das observações por indústria, verifica-se que cerca de 98% das observações pertencem à Indústria transformadora, Construção, Comércio e Serviços, sendo a Agricultura praticamente residual.

Na Tabela 4.3 apresentam-se algumas características genéricas da amostra (Painel A) e as principais estatísticas descritivas das variáveis do modelo de análise (Painel B). Uma análise preliminar aos dados não revelou motivos para excluir a hipótese de normalidade das variáveis. De uma análise do Painel A da Tabela 4.3 observa-se que as empresas constantes da amostra têm, em termos médios, um total do ativo de 14 milhões de euros e um volume de negócios igualmente de 14 milhões de euros. A idade média das empresas é de 26 anos. A rentabilidade média do ativo das empresas a analisar (*ROA*) é de 4%. E mais de metade das empresas tem auditor. A dívida financeira total (*DIVFINTOT*) representa, em média, 32% do ativo, sendo o peso da dívida financeira de curto prazo no ativo (*DIVFINCP*), em termos médios, de 21%. Estas percentagens

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

demonstram a importância do financiamento obtido junto de instituições financeiras, sobretudo o financiamento de curto prazo.

Tabela 4.3 – Estatísticas descritivas

<i>Painel A – Características genéricas da amostra</i>		
	Média	Mediana
Total do ativo (em milhares de €)	14.435	5.789
Volume de negócios (em milhares de €)	14.055	6.155
Idade (em anos)	26	23
<i>ROA</i>	0,04	0,04
<i>DIVFINTOT</i>	0,32	0,31
<i>DIVFINCP</i>	0,21	0,18
Número de observações com auditor		6.237
Número de observações sem auditor		4.046

<i>Painel B - Variáveis do modelo de análise da relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira</i>		
	Média	Mediana
<i>CFIN (%)</i>	11,10	8,68
<i>QIF</i>	-0,03	-0,02
<i>CJ</i>	4,60	2,96
<i>LIQ</i>	1,35	1,22
<i>TANG</i>	0,29	0,25
<i>END</i>	0,68	0,70
<i>DIM</i>	8,77	8,62

Notas:

1. No painel A, *ROA* é o rácio de rentabilidade do ativo dado pelo quociente entre resultado antes de impostos e de juros sobre o total do ativo. *DIVFINTOT* é o rácio da dívida financeira total sobre o total do ativo. *DIVFINCP* é o rácio da dívida financeira de curto prazo sobre o total do ativo.
2. No painel B, as variáveis seguem as seguintes definições: *CFIN* representa o custo do financiamento bancário, medido pelo rácio entre os gastos com juros e o passivo financeiro médio do ano; *QIF* representa a qualidade da informação financeira, medida pelo simétrico do valor absoluto dos *accruals* anormais determinados de acordo com o modelo de Dechow e Dichev (2002) com a modificação de McNichols (2002); *CJ* representa o rácio de cobertura de juros, calculado como o quociente entre o resultado antes de impostos, juros, depreciações e amortizações (*EBITDA*) e os gastos com juros; *LIQ* representa o rácio de liquidez geral, calculado como o quociente entre o ativo corrente e o passivo corrente; *TANG* representa o rácio de tangibilidade dos ativos, calculado como o quociente entre o total dos ativos fixos tangíveis e o total do ativo; *END* representa o rácio de endividamento, medido pelo quociente entre o total do passivo e o total do ativo; e *DIM* representa a dimensão da empresa, medida pelo logaritmo do total do ativo. A variável *CFIN* respeita ao ano *t* e as restantes variáveis ao ano *t-1*.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

No Painel B observa-se que a média do endividamento (*END*) é de 68% o que demonstra a elevada dependência financeira das empresas face a terceiros. O rácio de liquidez (*LIQ*) acima da unidade, para mais de metade das observações, revela que, a generalidade das empresas parece ter capacidade para honrar os seus compromissos de curto prazo e têm fundo de maneio positivo. As estatísticas descritivas da variável custo do financiamento (*CFIN*) revelam que, em média, as empresas suportam um custo do financiamento de 11,10%. O valor médio encontra-se acima da mediana, traduzindo uma assimetria positiva desta variável, o que revela a existência de observações com valores muito elevados para o custo do financiamento.

Na Tabela 4.4 apresenta-se a matriz dos coeficientes de correlação de *Pearson* para as variáveis do modelo.

Tabela 4.4 – Coeficientes de correlação de *Pearson*

	<i>CFIN</i>	<i>QIF</i>	<i>CJ</i>	<i>LIQ</i>	<i>TANG</i>	<i>END</i>	<i>DIM</i>
<i>CFIN</i>	1						
<i>QIF</i>	-0,0561***	1					
<i>CJ</i>	-0,1402***	-0,0384***	1				
<i>LIQ</i>	0,0146	0,0029	0,0584***	1			
<i>TANG</i>	-0,1973***	0,0073	0,0963***	-0,2694***	1		
<i>END</i>	0,0199**	0,0071	-0,2189***	-0,3331***	-0,1604***	1	
<i>DIM</i>	-0,0775***	0,0497***	0,0384**	0,0569***	0,0041	-0,0489***	1

Notas:

1. As variáveis seguem as definições constantes da Tabela 4.3.
2. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

O coeficiente de correlação entre a variável *CFIN* e a variável *QIF* é negativo e estatisticamente significativo, sugerindo a existência de uma relação negativa entre a qualidade da informação financeira e o custo do financiamento bancário, o que é consistente com a hipótese de investigação formulada.

Os coeficientes de correlação entre a variável *CFIN* e as restantes variáveis independentes são estatisticamente significativos e apresentam o sinal esperado, com exceção da variável *LIQ*, que não é estatisticamente significativo, o que se

pode dever ao facto da generalidade das empresas apresentarem rácios de liquidez superiores à unidade, que é sinal de equilíbrio financeiro para a maioria das empresas, ou do indicador não captar um risco relevante para a definição do custo do financiamento bancário.

Os coeficientes de correlação entre as variáveis independentes não sugerem a presença de multicolinearidade, já que os coeficientes mais elevados são de -0,3331 para a correlação entre a variável *END* e a variável *LIQ* e de -0,2694 para a correlação entre a variável *TANG* e a variável *LIQ*. No entanto, também se testou a presença de multicolinearidade através do Fator de Inflação de Tolerância (e.g. Gujarati, 2004) que apresenta valores muito inferiores ao valor considerado crítico, permitindo concluir pela não existência de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

Na secção seguinte apresentam-se os resultados da análise à relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira.

4.6 Resultados

4.6.1 Análise univariada

Na Tabela 4.5. apresenta-se a análise univariada à relação entre custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira. Para testar se a dimensão da empresa tem um efeito naquela relação, semelhante ao observado por Gill de Albornoz Nogueira e Illueca (2007) nas empresas espanholas, dividiu-se a amostra em dois grupos em função da mediana do total do ativo, dando origem a duas subamostras: uma de empresas com um total do ativo entre 1 milhão de euros (M€) e os 5,8 M€ e outra de empresas com um total do ativo superior a 5,8 M€. A amostra e as subamostras foram divididas em função da qualidade da informação financeira (*QIF*), onde Q4 representa o quartil de melhor qualidade e Q1 representa o quartil de pior qualidade. Para cada grupo de dimensão foram calculadas as médias e as medianas do custo do financiamento (*CFIM*) por quartil

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

de *QIF*. A diferença em pontos base entre o *CFIN* no quartil de pior qualidade e no quartil de melhor qualidade é apresentada na linha Q1 – Q4.

Tabela 4.5 – Custo do financiamento bancário (em %) por grupos de dimensão e por quartis de qualidade da informação financeira

Quartil de <i>QIF</i>	Grupos de dimensão				Totalidade da amostra	
	Total do ativo abaixo da mediana		Total do ativo acima da mediana		Média	Mediana
	Média	Mediana	Média	Mediana		
Q4 (melhor qualidade)	11,95	9,54	10,01	8,19	10,97	8,75
Q3	11,29	9,17	10,52	8,36	10,92	8,74
Q2	11,81	9,19	10,09	8,16	10,95	8,56
Q1 (pior qualidade)	12,34	9,22	10,80	8,13	11,57	8,70
Diferença em pb entre Q1 – Q4	39	-32	79**	-6	60***	-5

Notas:

1. Q4 é o quartil de melhor qualidade da informação financeira e Q1 é o quartil de pior qualidade da informação financeira.
2. A “Diferença Q1-Q4” traduz, em pontos base, a diferença entre a média (ou mediana) do custo do financiamento no quartil de pior qualidade e no quartil de melhor qualidade da informação financeira. A diferença entre as médias foi testada através do teste *t* e a diferença entre as medianas foi testada através do teste de *Wilcoxon*.
3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

A hipótese de investigação formulada prevê que o *CFIN* esteja negativamente relacionado com a *QIF*. Os resultados apresentados na Tabela 4.5 demonstram que, na totalidade da amostra, a média do *CFIN* aumenta quando se passa do quartil de melhor qualidade (Q4) para o quartil de pior qualidade da informação financeira (Q1), sugerindo a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, tal como se previu na hipótese de investigação formulada. A diferença Q1-Q4 sugere que, em termos médios, uma empresa situada no quartil de pior qualidade (Q1) suporta um *CFIN* superior em 60 pontos percentuais àquele que é suportado por uma empresa situada no quartil de melhor qualidade (Q4).

A análise por grupos de dimensão demonstra que a diferença Q1-Q4 apenas é estatisticamente significativa no grupo de maior dimensão. Contrariamente à

hipótese de investigação formulada, este resultado sugere que a relação negativa entre o *CFIN* e a *QIF* apenas é observada nas empresas de maior dimensão, tal como constataram Gill de Albornoz Nogueira e Illueca (2007).

De salientar que as diferenças encontradas entre as médias do *CFIN* no quartil de pior *QIF* (Q1) e no quartil de melhor *QIF* (Q4) não são corroboradas pelas respetivas medianas, cujas diferenças não são estatisticamente significativas. Este facto sugere que o efeito detetado pode ser originado pela existência de observações extremas.

Na subsecção seguinte apresentam-se os resultados da análise multivariada à relação entre o *CFIN* e a *QIF*, no sentido de aferir se a relação identificada se mantém quando se controlam outros fatores suscetíveis de influenciar o custo do financiamento bancário.

4.6.2 Análise multivariada

A hipótese de investigação formulada prevê uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, independentemente da dimensão da empresa. Para testar esta hipótese procedeu-se à estimação do modelo 4.1 na totalidade da amostra e nos dois grupos de dimensão considerados. Considerando que a análise nas duas subamostras não permite avaliar se o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento é estatisticamente diferente entre empresas de maior e de menor dimensão, procede-se ainda à estimação do modelo 4.2, a seguir representado, que consiste na inclusão no modelo 4.1 de uma variável dicotómica identificativa da subamostra (*DDIM*), bem como de uma variável de interação entre esta e a qualidade da informação financeira (*DDIM*QIF*).

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

$$\begin{aligned}
 CFIN_{i,t} = & \lambda_0 + \lambda_1 DDIM_{i,t-1} + \lambda_2 QIF_{i,t-1} + \lambda_3 DDIM_{i,t-1} * QIF_{i,t-1} + \lambda_4 CJ_{i,t-1} + \lambda_5 LIQ_{i,t-1} \\
 & + \lambda_6 TANG_{i,t-1} + \lambda_7 END_{i,t-1} + \lambda_8 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=01}^{74} \lambda_9 SETOR_k + \sum_{n=2001}^{2007} \lambda_{10} ANO_n \\
 & + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{4.2}$$

A variável *DDIM* é uma variável dicotómica que assume o valor 1 quando a observação pertence à subamostra de empresas com o total do ativo acima da mediana e assume o valor 0 se o contrário. As restantes variáveis seguem as mesmas definições apresentadas no modelo 4.1.

Espera-se que o coeficiente da variável *DDIM* seja negativo indicando que as empresas de maior dimensão suportam, em média, um menor custo do financiamento, o que é consistente com a relação existente entre *DIM* e *CFIN*. Se a dimensão tiver um efeito na relação entre a *QIF* e o *CFIN*, tal como sugere a análise univariada, o sinal da variável *DDIM*QIF* será negativo e estatisticamente significativo, indicando que o efeito negativo da *QIF* no *CFIN* é superior nas empresas de maior dimensão. Os resultados são apresentados na Tabela 4.6.

Uma análise à estatística *F*, apresentada na Tabela 4.6, demonstra que o teste realizado é globalmente significativo, em todas as estimações. Contudo, os *R*² ajustados revelam um modesto poder explicativo dos modelos, o que já foi observado em estudos anteriores (e.g. Aldamen e Duncan, 2013). Na estimação do modelo 4.1 na totalidade da amostra o coeficiente da variável *QIF* é negativo, e estatisticamente significativo a menos de 1%, indicando que o *CFIN* está negativamente relacionado com a *QIF*, tal como se havia previsto. O valor deste coeficiente de -0,1853 indica que quando a *QIF* diminui 1% o custo do financiamento aumenta, em média, 0,19 pontos percentuais. Na estimação do modelo 4.1, nos dois grupos de dimensão considerados, o coeficiente da *QIF* é também negativo, embora no grupo de menor dimensão apenas o seja a um nível de significância de 10%.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

Tabela 4.6 – Custo do financiamento bancário e qualidade da informação financeira

	Sinal esperado	Modelo 4.1			Modelo 4.2
		Grupos de dimensão		Totalidade da amostra	Totalidade da amostra
		Total do ativo abaixo da mediana	Total do ativo acima da mediana		
		Coefficiente (estat. t)	Coefficiente (estat. t)	Coefficiente (estat. t)	Coefficiente (estat. t)
<i>Constante</i>	?	0,3287*** (7,96)	0,1360*** (4,43)	0,2184*** (11,13)	0,1872*** (7,85)
<i>DDIM</i>	-	-	-	-	-0,0110* (-1,90)
<i>QIF</i>	-	-0,1908* (-1,87)	-0,1766** (-1,96)	-0,1853*** (-2,64)	-0,1892* (-1,84)
<i>DDIM*QIF</i>	-	-	-	-	0,0060 (0,05)
<i>CJ</i>	-	-0,0019*** (-3,91)	-0,0008*** (-2,64)	-0,0012*** (-3,36)	-0,0012*** (-3,40)
<i>LIQ</i>	-	-0,0058** (-2,03)	-0,0072*** (-3,94)	-0,0064*** (-4,14)	-0,0063*** (-4,08)
<i>TANG</i>	-	-0,0990*** (-7,71)	-0,0788*** (-7,38)	-0,0902*** (-10,85)	-0,0901*** (-10,85)
<i>END</i>	+	-0,0396*** (-2,60)	-0,0334*** (-2,58)	-0,0324*** (-3,05)	-0,0326*** (-3,06)
<i>DIM</i>	-	-0,0177*** (-3,92)	0,0028 (0,91)	-0,0055*** (-3,06)	-0,0013 (-0,50)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim	Sim	Sim	Sim
N		5.142	5.141	10.283	10.283
R ² Ajustado		9,33%	8,24%	8,27%	8,43%
Estatística F		14,31***	12,49***	25,08***	24,30***

Modelo 4.1:

$$CFIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 QIF_{i,t-1} + \beta_2 CJ_{i,t-1} + \beta_3 LIQ_{i,t-1} + \beta_4 TANG_{i,t-1} + \beta_5 END_{i,t-1} + \beta_6 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=01}^{74} \beta_1 SETOR_k + \sum_{n=2001}^{2007} \beta_j ANO_n + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo 4.2:

$$CFIN_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 DDIM_{i,t-1} + \lambda_2 QIF_{i,t-1} + \lambda_3 DDIM_{i,t-1} * QIF_{i,t-1} + \lambda_4 CJ_{i,t-1} + \lambda_5 LIQ_{i,t-1} + \lambda_6 TANG_{i,t-1} + \lambda_7 END_{i,t-1} + \lambda_8 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=01}^{74} \lambda_1 SETOR_k + \sum_{n=2001}^{2007} \lambda_j ANO_n + \varepsilon_{i,t}$$

Notas:

1. *DDIM* é uma variável dicotómica que assume o valor 1 quando o total do ativo está acima da mediana e assume o valor 0 quando o contrário. *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. *i* e *t* são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições constantes da Tabela 4.3.

(continua na página seguinte)

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

-
2. Os modelos foram estimados pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. O teste de *White* levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos para ambos os modelos. O teste de *Breusch–Godfrey* levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos para ambos os modelos. Para obter uma estimação robusta à heterocedasticidade e à dependência dos resíduos seguiu-se o procedimento proposto por Petersen (2009)³⁶. Entre parênteses apresenta-se a estatística *t* baseada no desvio-padrão corrigido através do procedimento descrito.
 3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.
-

Na estimação do modelo 4.2 o coeficiente da variável $DDIM*QIF$ não é estatisticamente significativo o que sugere que o efeito da QIF no $CFIN$ das empresas de maior dimensão não é estatisticamente diferente do efeito nas empresas de menor dimensão. A significância estatística do coeficiente da variável QIF nas empresas de maior dimensão ($\lambda_2 + \lambda_3$) foi testada através do teste de *Wald* e permitiu concluir que o mesmo é significativo ao nível de significância de 5%. A diferença entre os coeficientes da variável QIF nas empresas de maior ($\lambda_2 + \lambda_3$) e de menor (λ_2) dimensão também foi testada através do teste de *Wald* e não é estatisticamente significativa.

A evidência obtida corrobora a hipótese de investigação formulada de que o custo do financiamento bancário está negativamente relacionado com a qualidade da informação financeira, independentemente da dimensão da empresa. Estes resultados sugerem que, contrariamente ao observado na análise univariada, após controlar outros fatores determinantes do custo do financiamento bancário, não parecem existir diferenças na forma como a qualidade da informação financeira influencia o custo do financiamento bancário entre empresas de maior e

³⁶ Seguindo as conclusões desse estudo, o recurso a estimadores robustos relativamente à forma de dependência encontrada nos resíduos produz desvios-padrão não enviesados e, portanto, intervalos de confiança mais fiáveis para os parâmetros da regressão. Na presença de correlação nos resíduos dos dois tipos, isto é, existindo um efeito “empresa” e um efeito “tempo”, segue-se a sugestão de parametrizar um deles, com a utilização de variáveis dicotómicas relativas aos anos, e estimar os desvios-padrão agrupados por empresa.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

de menor dimensão. Os resultados aqui obtidos são diferentes dos observados por Gill de Albornoz Nogueir e Illueca (2007) para as empresas espanholas. Como foi referido na subsecção 3.4.1, estes autores apenas constataram a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira no grupo de empresas de maior dimensão³⁷. Numa análise adicional os autores observam que a obtenção de informação através da banca relacional pode ser a justificação para a menor importância da qualidade da informação financeira na negociação de crédito com as empresas de menor dimensão. Considerando que as empresas portuguesas aqui analisadas são, em termos médios, de menor dimensão comparativamente com as empresas espanholas³⁸, e que a relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira é observada independentemente da dimensão da empresa, os resultados do presente estudo sugerem que o contexto português é diferente do espanhol. Em Portugal, a qualidade da informação financeira parece ser importante para a definição das taxas de juro dos financiamentos concedidos, quer a empresas de maior dimensão, quer a empresas de menor dimensão, o que sugere que os bancos tendem a decidir em maior grau com base na informação financeira, ainda que a mesma possa ser complementada com informação obtida através da banca relacional.

A relação negativa aqui encontrada entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira é consistente com a evidência de estudos

³⁷ Este intervalo correspondia a um total do ativo superior a 20 milhões de euros (M€). Para além deste intervalo de dimensão, Gill de Albornoz Nogueir e Illueca (2007) contemplavam outros dois intervalos: entre 1M€ e 10M€ e entre os 10M€ e os 20M€.

³⁸ A amostra analisada por Gill de Albornoz Nogueir e Illueca (2007) contemplava 47.758 empresas, cuja média do ativo rondava os 61,7M€ de euros, correspondendo a respetiva mediana a 8,3M€. O desvio-padrão do total do ativo na amostra espanhola era de 1.029,08M€. Estes valores contrastam com os da amostra aqui analisada onde a média do ativo é de 14M€, a mediana de 5,8M€ e o desvio-padrão é de 48,30M€.

anteriores (e.g. Francis et al., 2005a; Bharath et al., 2008) e sugere que as empresas com informação financeira de melhor qualidade beneficiam de um menor custo do financiamento.

No que respeita às variáveis de controlo, as variáveis *CJ*, *LIQ*, *TANG* e *DIM* apresentam, tal como esperado, coeficientes estatisticamente significativos de sinal negativo na estimação dos modelos (exceção feita à variável *DIM* na estimação do modelo 4.1 no grupo de maior dimensão e na estimação do modelo 4.2, situações em que não é estatisticamente significativa). O coeficiente da variável *DDIM* na estimação do modelo 4.2 é, como esperado, negativo e estatisticamente significativo a menos de 10% indicando que, em média, as empresas de maior dimensão suportam, independentemente de outros fatores, um menor custo do financiamento bancário.

A variável *END* apresenta, contrariamente ao esperado, um coeficiente de sinal negativo e estatisticamente significativo a menos de 1% nas várias estimações realizadas. Este sinal indica que quanto maior for o endividamento, menor é o custo do financiamento. Minnis (2011), que obteve um resultado semelhante, explica este sinal com o facto de as empresas mais endividadas poderem ser empresas que recorrem a maiores montantes de financiamento, beneficiando de economias de escala que lhes permitem obter menores taxas de juro. Esta justificação parece não ser aplicável no presente estudo, uma vez que uma análise (não tabelada) às médias do custo do financiamento em duas subamostras de empresas, com endividamento acima e abaixo da mediana de *END*, revela que as empresas com menor endividamento beneficiam de um menor custo do financiamento³⁹. Um segundo argumento é apresentado por Francis et al. (2005a) que considera que o sinal negativo é apenas uma consequência da forma como as variáveis são calculadas: *CFIN* inclui no denominador o passivo

³⁹ Este resultado pode ser também observado através do coeficiente negativo da variável *DEND* na Tabela 4.8.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

financeiro e este, por sua vez, faz parte do numerador do *END*, donde resulta que um aumento (diminuição) do passivo financeiro faz aumentar (diminuir) o endividamento e diminuir (aumentar) o custo do financiamento. Ao eliminar 5% das observações nas caudas esquerda e direita da distribuição da variável *CFIN* os autores constataam que o coeficiente da variável se torna positivo e significativo. No presente estudo, quando se procede de forma semelhante a variável *END* mantém o seu coeficiente negativo e estatisticamente significativo. Uma terceira explicação que aqui se considera é a de que o aumento do nível de endividamento das empresas possa ser acompanhado da prestação de garantias, daí resultando uma relação inversa entre o nível de endividamento e o risco de incumprimento e, conseqüentemente, uma relação inversa entre o nível de endividamento e o custo do financiamento. Tomando como *proxy* para as garantias prestadas pela empresa aos seus financiamentos, o rácio de tangibilidade dos ativos (*TANG*), testa-se esta explicação através do modelo 4.3 a seguir representado.

$$\begin{aligned}
 CFIN_{i,t} = & \theta_0 + \theta_1 QIF_{i,t-1} + \theta_2 CJ_{i,t-1} + \theta_3 LIQ_{i,t-1} + \theta_4 TANG_{i,t-1} + \theta_5 END_{i,t-1} \\
 & + \theta_6 TANG_{i,t-1} * END_{i,t-1} + \theta_7 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=01}^{74} \theta_1 SETOR_k + \sum_{n=2001}^{2007} \theta_1 ANO_n \\
 & + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{4.3}$$

O modelo 4.3 inclui uma variável de interação entre a variável *TANG* e a variável *END*, representada por *TANG*END*. Se a relação entre o *END* e *CFIN* for influenciada pela presença de garantias, então o coeficiente da variável *TANG*END* será negativo indicando que um aumento conjunto destas duas variáveis tem associada uma diminuição do custo do financiamento. Os resultados da estimação do modelo 4.3 são apresentados na Tabela 4.7.

A análise dos resultados apresentados na Tabela 4.7 evidencia, tal como esperado, um sinal negativo e estatisticamente significativo para a variável *TANG*END*. Ao introduzir esta variável a *TANG* e o *END* deixaram de apresentar coeficientes estatisticamente significativos. Este resultado corrobora a ideia de

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

que existe um efeito conjunto da *TANG* e do *END* no *CFIN*. Quando o aumento do endividamento é acompanhado da prestação de garantias, o mesmo pode não representar um aumento do risco de incumprimento da empresa, mas pelo contrário uma redução desse mesmo risco, o que se traduz num menor custo do financiamento.

Tabela 4.7 – Efeito da prestação de garantias na relação entre o custo do financiamento bancário e o nível de endividamento

	Sinal esperado	Coefficiente (estatística t)
<i>Constante</i>	?	0,2004*** (9,71)
<i>QIF</i>	-	-0,1873*** (-2,66)
<i>CJ</i>	-	-0,0012*** (-3,35)
<i>LIQ</i>	-	-0,0063*** (-4,07)
<i>TANG</i>	-	-0,0310 (-1,23)
<i>END</i>	+	-0,0066 (-0,38)
<i>TANG*END</i>	-	-0,0879** (-2,43)
<i>DIM</i>	-	-0,0055*** (-3,08)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim
N		10.283
R ² Ajustado		8,36%
Estatística F		24,71***

Modelo 4.3:

$$CFIN_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 QIF_{i,t-1} + \theta_2 CJ_{i,t-1} + \theta_3 LIQ_{i,t-1} + \theta_4 TANG_{i,t-1} + \theta_5 END_{i,t-1} + \theta_6 TANG_{i,t-1} \\ * END_{i,t-1} + \theta_7 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=01}^{74} \theta_k SETOR_k + \sum_{n=2001}^{2007} \theta_n ANO_n + \varepsilon_{i,t}$$

Notas:

1. *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. *i* e *t* são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições constantes da Tabela 4.3.
2. O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. O teste de *White* levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos. O teste de *Breusch–Godfrey* levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos. Entre parênteses apresenta-se a estatística *t* baseada no desvio-padrão corrigido através do procedimento sugerido por Petersen (2009).
3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

Na subsecção seguinte apresentam-se os resultados da análise de sensibilidade.

4.6.3 Análise de sensibilidade

Efeito do endividamento na relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira

Alguns estudos têm demonstrado que as necessidades de financiamento da empresa podem condicionar a qualidade da sua informação financeira (Martins e Moreira, 2009; Ghosh e Moon, 2010; Valipour e Moradbeygi, 2011). Estes estudos tomam como *proxy* para as necessidades de financiamento o rácio de endividamento e apreendem a qualidade da informação financeira através dos *accruals* anormais. Os resultados aí obtidos evidenciam a existência de uma relação não linear entre a qualidade da informação financeira e o endividamento da empresa, da seguinte forma: para baixos níveis de endividamento, a relação entre a *QIF* e o endividamento é positiva, indicando que um aumento das necessidades de financiamento cria uma motivação para a preparação de informação financeira de melhor qualidade; para elevados níveis de endividamento, a relação é negativa indicando que à medida que o endividamento aumenta, a pressão para ocultar do financiador uma situação financeira mais débil pode gerar incentivos à manipulação dos resultados, diminuindo a qualidade da informação financeira.

A relação não linear entre a *QIF* e o *END* pode condicionar a relação entre o *CFIN* e a *QIF*. Para aferir esse efeito inclui-se no modelo 4.1 uma variável dicotómica (*DEND*) que assume o valor 1 se a observação se encontrar abaixo da mediana do *END* e assume o valor zero se o contrário, bem como uma variável de interação entre aquela e a qualidade da informação financeira (*DEND*QIF*), dando origem ao modelo 4.4 a seguir apresentado.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

$$\begin{aligned}
 CFIN_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 DEND_{i,t-1} + \gamma_2 QIF_{i,t-1} + \gamma_3 DEND_{i,t-1} * QIF_{i,t-1} + \gamma_4 CJ_{i,t-1} + \gamma_5 LIQ_{i,t-1} \\
 & + \gamma_6 TANG_{i,t-1} + \gamma_7 END_{i,t-1} + \gamma_8 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=01}^{74} \gamma_1 SETOR_k + \sum_{n=2001}^{2007} \gamma_j ANO_n \\
 & + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{4.4}$$

Espera-se que a variável *DEND* tenha um coeficiente negativo indicando que, em termos médios, as empresas menos endividadas suportam um menor custo do financiamento bancário, de forma consistente com o sinal esperado para o coeficiente da variável *END*. Uma vez que se desconhece qual o efeito do *END* na relação entre o *CFIN* e a *QIF* não se estabelece qualquer previsão para o sinal da variável *DEND*QIF*. Os resultados desta análise são apresentados na Tabela 4.8.

Uma análise à Tabela 4.8 revela um coeficiente negativo e estatisticamente significativo para a variável *DEND* como se havia previsto. O coeficiente da variável *QIF* é negativo e estatisticamente significativo a menos de 10%, indicando que a qualidade da informação financeira está negativamente relacionada com o custo do financiamento nas empresas mais endividadas. A significância estatística do coeficiente da variável *QIF* nas empresas menos endividadas, dado por $(\gamma_2 + \gamma_3)$, foi testada através do teste de *Wald* e permitiu concluir que o mesmo é significativo ao nível de significância de 5%.

O coeficiente da variável *DEND*QIF* não é estatisticamente significativo, sugerindo que o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento não é diferente entre empresas mais e menos endividadas. A diferença entre os coeficientes da variável *QIF* nas empresas mais (γ_2) e menos endividadas $(\gamma_2 + \gamma_3)$ foi também testada através do teste de *Wald*, que comprova que a mesma não é estatisticamente significativa. Esta evidência sugere que as necessidades de financiamento não condicionam a relação entre a *QIF* e o *CFIN*, traduzindo um resultado novo, uma vez que esta relação não se encontra analisada em estudos anteriores.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

Tabela 4.8 – Efeito do endividamento na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira

	Sinal esperado	Coefficiente (estatística <i>t</i>)
<i>Constante</i>	?	0,2419*** (10,21)
<i>DEND</i>	-	-0,0100** (-2,08)
<i>QIF</i>	-	-0,1853* (-1,84)
<i>DEND*QIF</i>	?	-0,0025 (-0,02)
<i>CJ</i>	-	-0,0012*** (-3,39)
<i>LIQ</i>	-	-0,0068*** (-4,41)
<i>TANG</i>	-	-0,0903*** (-10,85)
<i>END</i>	+	-0,0602*** (-3,80)
<i>DIM</i>	-	-0,0055*** (-3,70)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim
N		10.283
R ² Ajustado		8,39%
Estatística <i>F</i>		24,16***

Modelo 4.4:

$$CFIN_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 DEND_{i,t-1} + \gamma_2 QIF_{i,t-1} + \gamma_3 DEND_{i,t-1} * QIF_{i,t-1} + \gamma_4 CJ_{i,t-1} + \gamma_5 LIQ_{i,t-1} + \gamma_6 TANG_{i,t-1} + \gamma_7 END_{i,t-1} + \gamma_8 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=01}^{74} \gamma_k SETOR_k + \sum_{n=2001}^{2007} \gamma_n ANO_n + \varepsilon_{i,t}$$

Notas:

1. *DEND* é uma variável dicotómica que assume o valor 1 quanto o *END* está abaixo da mediana e assume o valor 0 se o contrário. *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. *i* e *t* são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições constantes da Tabela 4.3.
2. O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. O teste de *White* levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos. O teste de *Breusch–Godfrey* levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos. Entre parênteses apresenta-se a estatística *t* baseada no desvio-padrão corrigido através do procedimento sugerido por Petersen (2009).
3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Efeito da auditoria na relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira

O estudo de Minnis (2011), analisado na subsecção 3.4.2, demonstra que as empresas que sujeitam de forma voluntária as suas demonstrações financeiras à auditoria externa suportam um menor custo do financiamento bancário, comparativamente com as empresas que não têm as suas demonstrações financeiras auditadas. Este estudo revela ainda que a informação financeira auditada tem um maior efeito na redução do custo do financiamento bancário, comparativamente com a informação financeira não auditada. Este efeito é observado a partir das variáveis incluídas no modelo de análise, representativas de rácios financeiros, que apresentam uma maior associação com o custo do financiamento nas empresas auditadas, comparativamente com as empresas não auditadas.

Estes resultados sugerem que o efeito no *CFIN* da *QIF*, bem como das restantes variáveis de controlo, pode ser diferente entre empresas com e sem auditor. Para testar este efeito introduz-se no modelo 4.1 uma variável dicotómica (*AUD*) que assume o valor 1 quando a empresa tem auditor e o valor 0 se o contrário, dando origem ao modelo 4.5, a seguir representado. O modelo 4.5 inclui ainda variáveis de interação entre a variável *AUD* e as restantes variáveis do modelo 4.1.

$$\begin{aligned}
 CFIN_{i,t} = & \mu_0 + \mu_1 AUD_i + \mu_2 QIF_{i,t-1} + \mu_3 AUD_i * QIF_{i,t-1} + \mu_4 CJ_{i,t-1} + \mu_5 AUD_i * CJ_{i,t-1} \\
 & + \mu_6 LIQ_{i,t-1} + \mu_7 AUD_i * LIQ_{i,t-1} + \mu_8 TANG_{i,t-1} + \mu_9 AUD_i * TANG_{i,t-1} \\
 & + \mu_{10} END_{i,t-1} + \mu_{11} AUD_i * END_{i,t-1} + \mu_{12} DIM_{i,t-1} + \mu_{13} AUD_i * DIM_{i,t-1} \\
 & + \sum_{k=01}^{74} \mu_k SETOR_k + \sum_{n=2001}^{2007} \mu_n ANO_n + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{4.5}$$

Na Tabela 4.9 são apresentados os resultados da estimação do modelo 4.5.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

Tabela 4.9 – Custo do financiamento bancário e qualidade da informação financeira em empresas com e sem auditor

	Sinal esperado	Coeficiente (p-value)		Diferença (p-value)
		Com auditor	Sem auditor	
<i>Constante</i>	?	0,1901*** (0,0000)	0,2878*** (0,0000)	-0,0977*** (0,0000)
<i>QIF</i>	-	-0,2360*** (0,0000)	-0,1157** (0,0145)	-0,1203** (0,0405)
<i>CJ</i>	-	-0,0010** (0,0120)	-0,0015*** (0,0000)	0,0005** (0,0313)
<i>LIQ</i>	-	-0,0051*** (0,0066)	-0,0078*** (0,0001)	0,0027 (0,3258)
<i>TANG</i>	-	-0,0879*** (0,0000)	-0,0899*** (0,0000)	0,0020 (0,8333)
<i>END</i>	+	-0,0310*** (0,0003)	-0,0348*** (0,0014)	0,0038 (0,7816)
<i>DIM</i>	-	-0,0030*** (0,0051)	-0,0132*** (0,0000)	0,0102*** (0,0000)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim	Sim	
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim	Sim	
N		10.283		
R ² Ajustado		8,56%		
Estatística F		21,89***		

Modelo 4.5:

$$CFIN_{i,t} = \mu_0 + \mu_1 AUD_i + \mu_2 QIF_{i,t-1} + \mu_3 AUD_i * QIF_{i,t-1} + \mu_4 CJ_{i,t-1} + \mu_5 AUD_i * CJ_{i,t-1} + \mu_6 LIQ_{i,t-1} + \mu_7 AUD_i * LIQ_{i,t-1} + \mu_8 TANG_{i,t-1} + \mu_9 AUD_i * TANG_{i,t-1} + \mu_{10} END_{i,t-1} + \mu_{11} AUD_i * END_{i,t-1} + \mu_{12} DIM_{i,t-1} + \mu_{13} AUD_i * DIM_{i,t-1} + \sum_{k=01}^{74} \mu_k SETOR_k + \sum_{n=2001}^{2007} \mu_n ANO_n + \varepsilon_{i,t}$$

Notas:

1. *AUD* é uma variável dicotómica que assume o valor 1 quando a empresa tem auditor e assume o valor 0 se o contrário. *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. *i* e *t* são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições constantes da Tabela 4.3.
2. O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. O teste de *White* levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos. O teste de *Breusch-Godfrey* levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos. Entre parênteses apresenta-se o *p-value* obtido com base no desvio-padrão corrigido através do procedimento sugerido por Petersen (2009).
3. Nas empresas com auditor (*AUD=1*) a significância estatística da constante ($\mu_0 + \mu_1$) e dos coeficientes das variáveis *QIF* ($\mu_2 + \mu_3$), *CJ* ($\mu_4 + \mu_5$), *LIQ* ($\mu_6 + \mu_7$), *TANG* ($\mu_8 + \mu_9$), *END* ($\mu_{10} + \mu_{11}$) e *DIM* ($\mu_{12} + \mu_{13}$) foi avaliada utilizando o teste de *Wald*. A diferença entre os coeficientes das observações com e sem auditor foi também avaliada com base no teste de *Wald*.
4. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

Os resultados apresentados na Tabela 4.9 evidenciam um valor para a constante das empresas com auditor inferior à constante das empresas sem auditor e o teste de *Wald* permitiu concluir que essa diferença é estatisticamente significativa a menos de 1%. Este resultado demonstra que as empresas com auditor suportam, em média, um menor custo do financiamento bancário. No entanto, há que referir que as empresas com auditor são também empresas de maior dimensão, pelo que este efeito pode ser o reflexo do efeito da dimensão no custo do financiamento.

O coeficiente da variável *QIF* é estatisticamente significativo quer nas empresas com auditor, quer nas empresas sem auditor. A diferença entre o coeficiente da variável *QIF* nas empresas com e sem auditor foi testada através do teste de *Wald* e evidenciou uma diferença estatisticamente significativa ao nível de 5%, que indica que a variável *QIF* tem um maior efeito na redução do custo do financiamento bancário nas empresas com auditor. Este resultado sugere que os bancos tendem a dar maior importância à informação financeira auditada quando decidem a taxa de juro dos empréstimos bancários, o que vai de encontro às conclusões do estudo de Minnis (2011).

No que respeita às variáveis de controlo, apenas se observam diferenças estatisticamente significativas, entre observações com e sem auditor, para o rácio de cobertura de juros (*CJ*) e para a dimensão (*DIM*).

O tipo de financiamento e a relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira

Os resultados dos estudos de Kim et al. (2013) e de Kim et al. (2011b) analisados, respetivamente, nas subseções 3.4.3 e 3.4.4, sugerem que a qualidade da informação financeira pode afetar de forma diferente o custo dos empréstimos destinados a financiar a tesouraria e o custo dos empréstimos destinados a financiar investimentos. Os referidos estudos demonstram que a qualidade da informação financeira tem um maior efeito na redução do custo dos

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

empréstimos destinados a financiar investimentos, uma vez que a negociação dos empréstimos destinados a financiar a tesouraria tende a ser baseada em informação obtida através da banca relacional. Para testar este efeito, e uma vez que não se dispõe de informação sobre o destino dos empréstimos utilizados pelas empresas, considera-se que as empresas com maior proporção de ativos fixos tangíveis no total da dívida financeira tenderão a ter mais financiamentos destinados a financiar investimentos. Assim, é introduzida no modelo 4.1 a variável dicotómica (*DTIP*) que assume o valor 1 se a observação se encontrar acima da mediana do rácio ativos fixos tangíveis sobre total da dívida financeira e assume o valor zero se o contrário, e ainda uma variável de interação entre esta e a qualidade da informação financeira (*DTIP*QIF*), obtendo-se o modelo 4.6 a seguir representado.

$$\begin{aligned}
 CFIN_{i,t} = & \sigma_0 + \sigma_1 DTIP_{i,t-1} + \sigma_2 QIF_{i,t-1} + \sigma_3 DTIP_{i,t-1} * QIF_{i,t-1} + \sigma_4 CJ_{i,t-1} + \sigma_5 LIQ_{i,t-1} \\
 & + \sigma_6 TANG_{i,t-1} + \sigma_7 END_{i,t-1} + \sigma_8 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=01}^{74} \sigma_1 SETOR_k + \sum_{n=2001}^{2007} \sigma_j ANO_n \\
 & + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{4.6}$$

Não se formula qualquer expectativa para o sinal da variável *DTIP*. Se o efeito da *QIF* no *CFIN* for superior nos empréstimos destinados a financiar investimentos, então o coeficiente da variável *DTIP*QIF* será negativo e estatisticamente significativo. Os resultados da estimação do modelo 4.6 são apresentados na Tabela 4.10.

Uma análise à Tabela 4.10 permite observar que a variável *DTIP* evidencia um coeficiente não estatisticamente significativo, o qual sugere que, em termos médios, não existem diferenças entre o custo do financiamento das empresas que possuem uma maior proporção de financiamentos destinados a investimentos, comparativamente com as que têm uma menor proporção de financiamentos desse tipo.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

Tabela 4.10 – Efeito do tipo de financiamento na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira

	Sinal esperado	Coefficiente (estatística t)
<i>Constante</i>	?	0,1806*** (9,50)
<i>DTIP</i>	?	0,0016 (0,36)
<i>QIF</i>	-	-0,1783*** (-2,87)
<i>DTIP*QIF</i>	-	-0,0250 (-0,85)
<i>CJ</i>	-	-0,0013*** (-3,42)
<i>LIQ</i>	-	-0,0056*** (-3,70)
<i>TANG</i>	-	-0,1713*** (-16,98)
<i>END</i>	+	0,0034 (0,31)
<i>DIM</i>	-	-0,0045*** (-2,61)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim
N		10.283
R ² Ajustado		12,77%
Estatística F		38,62***

Modelo 4.6:

$$CFIN_{i,t} = \sigma_0 + \sigma_1 DTIP_{i,t-1} + \sigma_2 QIF_{i,t-1} + \sigma_3 DTIP_{i,t-1} * QIF_{i,t-1} + \sigma_4 CJ_{i,t-1} + \sigma_5 LIQ_{i,t-1} + \sigma_6 TANG_{i,t-1} + \sigma_7 END_{i,t-1} + \sigma_8 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=01}^{74} \sigma_1 SETOR_k + \sum_{n=2001}^{2007} \sigma_1 ANO_n + \varepsilon_{i,t}$$

Notas:

1. *DTIP* é uma variável dicotómica que assume o valor 1 se a observação se encontrar acima da mediana do rácio ativos fixos tangíveis sobre total da dívida financeira e assume o valor 0 se o contrário. *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. *i* e *t* são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições constantes da Tabela 4.3.
2. O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. O teste de *White* levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos. O teste de *Breusch–Godfrey* levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos. Entre parênteses apresenta-se a estatística *t* baseada no desvio-padrão corrigido através do procedimento sugerido por Petersen (2009).
3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

O coeficiente da variável QIF é negativo e estatisticamente significativo, corroborando a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira para as empresas com menor proporção de financiamentos destinados a investimentos. A significância estatística do coeficiente da variável QIF nas empresas com maior proporção de financiamentos destinados a investimentos específicos ($\sigma_2 + \sigma_3$) foi testada através do teste de *Wald* e permitiu concluir que o mesmo é significativo ao nível de significância de 5%. O coeficiente não estatisticamente significativo da variável $DTIP * QIF$ sugere que não existem diferenças na relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira, em função da proporção de financiamentos destinados a investimentos. O teste de *Wald* também evidencia que o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento não é estatisticamente diferente entre empresas com maior ($\sigma_2 + \sigma_3$) e com menor (σ_2) proporção daquele tipo de financiamentos. Estes resultados sugerem que a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira não é diferente em função do tipo de financiamento utilizado pela empresa.

Observações extremas do custo do financiamento

Para testar a sensibilidade dos resultados à presença de observações extremas do custo do financiamento, adotaram-se os seguintes procedimentos alternativos de eliminação dessas observações: eliminação de 1% das observações nas caudas esquerda e direita da distribuição; eliminação de 5% das observações nas caudas esquerda e direita da distribuição; e eliminação de 1% das observações na cauda esquerda e de 5% das observações na cauda direita da distribuição (e.g. Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2007).

Os resultados da estimação dos modelos com estas modificações continuam a evidenciar a relação negativa esperada entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira.

Medidas alternativas da qualidade da informação financeira

A sensibilidade dos resultados à medida de qualidade da informação financeira foi testada através do uso de modelos de *accruals* alternativos. Para tal, estimaram-se os *accruals* anormais pelos seguintes modelos (apresentados na subsecção 2.3.1 da Tese): modelo de Jones (1991); modelo de Jones com a modificação proposta por Dechow et al. (1995); modelo de Jones com a modificação proposta por Kothari et al. (2005); e modelo original de Dechow e Dichev (2002). Procedeu-se ainda à determinação dos *accruals* anormais através do modelo DD-MN sem a variável *AFT* (ativos fixos tangíveis), uma vez que a variável dependente deste modelo, os *accruals* de curto prazo, não incluem as depreciações do período (McNichols, 2002).

Os resultados obtidos com estas medidas alternativas da qualidade da informação financeira não afetam qualitativamente as conclusões retiradas.

Desfasamento das variáveis independentes

A utilização de variáveis independentes desfasadas em um período é um procedimento comum nos estudos desta natureza e pressupõe que os bancos tomam as suas decisões tendo por base a informação financeira do período anterior (e.g. Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2007). Contudo, é provável que os bancos considerem também a informação financeira de outros períodos. Deste modo, os modelos foram também estimados considerando as variáveis independentes desfasadas em dois períodos. Os resultados obtidos revelam uma menor significância estatística para o coeficiente da variável qualidade da informação financeira, mas não alteram as conclusões. Isto parece significar que os bancos tendem a utilizar na tomada de decisão de crédito, a informação mais atual que está disponível nesse momento.

Endogeneidade

A omissão de variáveis no modelo de análise pode originar problemas de endogeneidade e, conseqüentemente, o enviesamento dos parâmetros estimados caso essas variáveis estejam correlacionadas com uma ou mais variáveis independentes (Wooldridge, 2002b). Alguns estudos sugerem que a experiência da gestão é uma variável que influencia quer o *CFIN*, quer a *QIF* mas que, por não ser observável, não é incluída no modelo de análise, podendo originar problemas de endogeneidade que se traduzem num enviesamento do coeficiente da variável *QIF* (Nikolaev e van Lent, 2005; Larcker e Rusticus, 2010).

Uma solução para este tipo de endogeneidade consiste em estimar o modelo com variáveis instrumentais, variáveis estas que devem estar correlacionadas com a *QIF* mas não devem influenciar o *CFIN* (Wooldridge, 2002b). Dada a dificuldade em encontrar este tipo de variáveis, Nikolaev e van Lent (2005) propõem uma metodologia para aferir o efeito daquela omissão e que consiste em adicionar ao modelo um conjunto de variáveis que estejam correlacionadas com a *QIF* e que também afetem o *CFIN*. Seguindo Gill de Albornoz Nogueer e Illueca (2007), que utilizaram esta metodologia, foi incluído no modelo de análise o conjunto de variáveis a seguir descritas, dando origem ao modelo 4.7, seguidamente representado.

$$\begin{aligned}
 CFIN_{i,t} = & \delta_0 + \delta_1 QIF_{i,t-1} + \delta_2 CJ_{i,t-1} + \delta_3 LIQ_{i,t-1} + \delta_4 TANG_{i,t-1} + \delta_5 END_{i,t-1} \\
 & + \delta_6 DIM_{i,t-1} + \delta_7 DCE_{i,t-1} + \delta_8 MVN_{i,t-1} + \delta_9 CVN_{i,t-1} + \delta_{10} NB_{i,t-1} \\
 & + \sum_{k=01}^{74} \delta_k SETOR_k + \sum_{n=2001}^{2007} \delta_n ANO_n + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{4.7}$$

Onde:

DCE_{i,t-1} – representa a duração do ciclo de exploração da empresa *i* no ano *t-1*, calculado da seguinte forma [360 / (vendas + prestação de serviços)_{t-1} / valor médio de clientes_{t-1}] + [360 / custo das vendas_{t-1} / valor médio dos inventários_{t-1}].

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

$MVN_{i,t-1}$ – representa a margem das vendas e prestações de serviços da empresa i no ano $t-1$, calculada como [Resultados Antes de Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações_{t-1} / (Vendas + Prestação de Serviços)_{t-1}].

$CVN_{i,t-1}$ – representa o crescimento anual das vendas e prestação de serviços da empresa i no ano $t-1$, calculado como o logaritmo de [(Vendas + Prestação de Serviços)_{t-1} / (Vendas + Prestação de Serviços)_{t-2}].

$NB_{i,t-1}$ – representa o número de bancos⁴⁰ com que a empresa i se relaciona no ano $t-1$.

As restantes variáveis seguem as definições do modelo 4.1 apresentadas na subsecção 4.4.1.

A inclusão no modelo da DCE é justificada, por Gill de Albornoz Nogue e Illueca (2007), pelo facto de ciclos de exploração mais longos envolverem maior incerteza e, conseqüentemente, maiores erros na estimação dos *accruals*, logo menor QIF (Dechow e Dichev, 2002). Aos ciclos de exploração mais longos está também associado um maior risco de negócio e, por essa via, um maior $CFIN$, pelo que se espera um coeficiente de sinal positivo para a variável DCE .

As variáveis MVN e CVN captam o nível de desempenho da empresa. Um mau desempenho pode afetar quer o risco financeiro da empresa e, por essa via, o $CFIN$, quer a qualidade da informação financeira, já que os gestores tendem a ocultar situações de mau desempenho (Gill de Albornoz Nogue e Illueca, 2007).

⁴⁰ A base de dados utilizada apenas contém o número de bancos com que a empresa se relacionou no último ano para o qual existe informação sobre a mesma, pelo que esta variável assume o mesmo valor para todos os anos.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

Para o coeficiente destas variáveis espera-se um sinal negativo que indica que quanto melhor for o desempenho da empresa, menor é o *CFIN*.

O número de bancos com que a empresa se relaciona é uma *proxy* para a presença da banca relacional (“*relationship lending*”), considerando-se que este tipo de relacionamento existe quando o número de bancos com que a empresa se relaciona é reduzido. Na presença da banca relacional a informação financeira tende a ter uma menor importância na determinação das condições de financiamento, o que se pode repercutir num menor esforço por parte dos gestores no sentido de preparar informação de melhor qualidade (Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2007). A banca relacional, na medida em que tem subjacente uma menor assimetria de informação entre banco e empresa, pode também proporcionar um menor *CFIN* (Hernández Cánovas e Martínez Solano, 2006). Para o coeficiente desta variável espera-se um sinal positivo, indicando que quanto menor for o número de bancos com que a empresa se relaciona, menor será o *CFIN*. Os resultados da estimação do modelo 4.7 são apresentados na Tabela 4.11.

Como se pode constatar da análise da Tabela 4.11, a amostra utilizada para estimar o modelo 4.7 é constituída por 9.854 observações. A redução do número de observações deve-se ao facto de nem todas as empresas anteriormente consideradas terem informação disponível para o cálculo das variáveis agora introduzidas. Os resultados da estimação evidenciam um coeficiente negativo e estatisticamente significativo para a variável *QIF* que reforça o resultado obtido com a estimação do modelo 4.1, sugerindo que a eventual omissão de variáveis do modelo não afeta as conclusões retiradas.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

Tabela 4.11 – Análise do efeito da potencial endogeneidade da variável qualidade da informação financeira

	Sinal esperado	Coefficiente (estatística t)
<i>Constante</i>	?	0,2228*** (10,66)
<i>QIF</i>	-	-0,1954*** (-2,67)
<i>CJ</i>	-	-0,0013*** (-2,74)
<i>LIQ</i>	-	-0,0064*** (-4,03)
<i>TANG</i>	-	-0,0932*** (-10,26)
<i>END</i>	+	-0,0395*** (-3,40)
<i>DIM</i>	-	-0,0058*** (-2,94)
<i>DCE</i>	+	0,0107*** (3,23)
<i>MVN</i>	-	0,0066 (1,00)
<i>CVN</i>	-	-0,0000** (-2,51)
<i>NB</i>	+	0,0009 (0,94)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim
N		9.854
R ² Ajustado		8,17%
Estatística F		21,44***

Modelo 4.7:

$$CFIN_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 QIF_{i,t-1} + \delta_2 CJ_{i,t-1} + \delta_3 LIQ_{i,t-1} + \delta_4 TANG_{i,t-1} + \delta_5 END_{i,t-1} + \delta_6 DIM_{i,t-1} + \delta_7 DCE_{i,t-1} + \delta_8 MVN_{i,t-1} + \delta_9 CVN_{i,t-1} + \delta_{10} NB_{i,t-1} + \sum_{k=01}^{74} \delta_k SETOR_k + \sum_{n=2001}^{2007} \delta_n ANO_n + \varepsilon_{i,t}$$

Notas:

1. *DCE* representa a duração do ciclo de exploração calculada da seguinte forma $[360/(\text{vendas} + \text{prestação de serviços})_{t-1} / \text{valor médio de clientes}_{t-1}] + [360/\text{custo das vendas}_{t-1} / \text{valor médio dos inventários}_{t-1}]$. *MVN* representa a margem das vendas e prestações de serviços calculada como $[\text{Resultados Antes de Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações}_{t-1} / (\text{Vendas} + \text{Prestação de Serviços})_{t-1}]$. *CVN* representa o crescimento anual das vendas e prestação de serviços calculado como o logaritmo de $[(\text{Vendas} + \text{Prestação de Serviços})_{t-1} / (\text{Vendas} + \text{Prestação de Serviços})_{t-2}]$. *NB* representa o número de bancos com que a empresa se relaciona. *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotômicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. *i* e *t* são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições constantes da Tabela 4.3.

2. O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados em pool de dados. O teste de *White* levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos. O teste de *Breusch–Godfrey* levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos. Entre parênteses apresenta-se a estatística *t* baseada no desvio-padrão corrigido através do procedimento sugerido por Petersen (2009).

3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

4.7 Conclusão

O estudo apresentado neste capítulo teve como objetivo dar resposta à primeira questão genérica de investigação formulada na Introdução da Tese, visando saber se, no contexto das empresas portuguesas sem valores cotados em bolsa, existe uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, tal como documentado noutros estudos (e.g. Francis et al., 2005a; Minnis, 2011). Considerando os resultados obtidos por Gill de Albornoz Nogueira e Illueca (2007) testou-se se essa relação é condicionada pela dimensão da empresa.

A qualidade da informação financeira foi medida através do valor absoluto dos *accruals* anormais estimados com o modelo de Dechow e Dichev (2002) com a modificação introduzida por McNichols (2002). Para medir o custo do financiamento bancário utilizou-se como *proxy* o rácio entre os gastos com juros e a dívida financeira média do ano.

A relação foi testada com base num modelo de regressão linear múltipla e os resultados obtidos evidenciam a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, relação essa que não está condicionada pela dimensão da empresa. Este resultado é diferente do obtido por Gill de Albornoz Nogueira e Illueca (2007), que haviam observado a referida relação apenas nas empresas de maior dimensão e concluído que nas empresas de menor dimensão as decisões se tendem a basear, sobretudo, em informação obtida através da banca relacional. Esta diferença sugere que, em Portugal, os bancos consideram a informação financeira ao decidir as taxas de juro, fazendo-o independentemente da dimensão da empresa e da possibilidade dessas decisões poderem também ser suportadas em informação obtida através da banca relacional.

O coeficiente obtido para a variável qualidade da informação financeira indica que, em termos médios, quando esta diminui 1%, o custo do financiamento

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

aumenta 0,19 pontos percentuais. Este resultado suporta empiricamente a ideia, subjacente à afirmação da Caixa Geral de Depósitos apresentada no Capítulo 1, de que *“As empresas que forneçam mais e melhor informação [...] serão, assim, melhor classificadas, resultando daí poupança de capital para o banco e spreads mais baixos [...]”*.

Contrariamente ao esperado, o coeficiente da variável endividamento apresentou, em todas as estimações realizadas, um coeficiente de sinal negativo e estatisticamente significativo, sugerindo que as empresas mais endividadas suportam um menor custo do financiamento. Este tipo de resultado já havia sido encontrado em estudos anteriores (Francis et al., 2005a; Minnis, 2011) tendo os autores proposto dois tipos de explicação para aquele sinal. A primeira defende que as empresas que mais se endividam são empresas que beneficiam de economias de escala que lhes permitem obter menores taxas de juro (Minnis, 2011). Esta explicação parece ser pouco provável pois um aumento do endividamento implica um acréscimo de risco financeiro. A segunda considera que o sinal negativo é o reflexo da forma como as variáveis são calculadas: o custo do financiamento inclui no denominador o passivo financeiro e este, por sua vez, faz parte do numerador do endividamento (Francis et al., 2005a). No presente estudo testou-se e confirmou-se uma nova explicação para o sinal negativo do coeficiente da variável endividamento: o aumento do endividamento, quando acompanhado da prestação de garantias, tende a não acarretar um aumento do risco de incumprimento, podendo até diminuí-lo, situação que origina uma diminuição do custo do financiamento bancário.

O presente estudo analisou também se as necessidades de financiamento da empresa condicionam a relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira. Este tipo de teste não tem sido considerado em estudos anteriores, mas é pertinente na medida em que existe evidência que indica que as necessidades de financiamento, aferidas pelo rácio de endividamento, influenciam a qualidade da informação financeira de uma forma não linear (Martins e Moreira, 2009; Ghosh e Moon, 2010; Valipour e Moradbeygi, 2011). Os resultados obtidos

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

não revelaram diferenças estatisticamente significativas na relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira, em função das necessidades de financiamento da empresa.

Foi ainda analisada a existência de diferenças na relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira entre empresas com e sem auditor. Os resultados obtidos sugerem que a qualidade da informação financeira auditada tem um maior efeito na redução do custo do financiamento bancário, comparativamente com a informação financeira não auditada, o que vai na linha da evidência obtida por Minnis (2011).

Os resultados obtidos por Kim et al. (2011b) e Kim et al. (2013) sugerem que o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento pode variar consoante este se destine a financiar investimentos ou a financiar a tesouraria da empresa, já que neste último caso os bancos tendem a decidir com base na informação proporcionada pela banca relacional, em detrimento da informação financeira. No sentido de testar possíveis diferenças a este nível, considerou-se como *proxy* para a presença de empréstimos destinados a financiar investimentos o rácio entre ativos fixos tangíveis e a dívida financeira. A análise realizada não evidenciou diferenças estatisticamente significativas no efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário, em função do tipo de financiamento utilizado, o que sugere que, em Portugal, a informação financeira é considerada pelos bancos na negociação quer de financiamentos destinados a investimentos, quer de financiamentos destinados à tesouraria.

Tanto quanto se conhece, este estudo é o primeiro a analisar o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário, em empresas portuguesas. Este estudo faz três contributos para a literatura. Em primeiro lugar, analisa o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário em empresas portuguesas, contribuindo para colmatar uma lacuna na literatura nacional sobre a qualidade da informação financeira (e.g.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

Mendes e Rodrigues, 2006; Moreira, 2008; Pimentel e Canadas, 2008; Martins e Moreira, 2009; Marques et al., 2011). Em segundo lugar, ao nível internacional a evidência obtida contribui para demonstrar, com base num diferente contexto institucional e com empresas de menor dimensão, a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira (e.g. Francis et al., 2005a; Gill de Albornoz Noguera e Illueca, 2007; Kim et al., 2011a; Karjalainen, 2011; Dedman e Kausar, 2012). Terceiro, proporciona evidência de que a sujeição das demonstrações financeiras à auditoria pode potenciar o efeito da qualidade da informação financeira na redução do custo do financiamento bancário, não apenas quando aquela sujeição traduz uma opção da empresa, como havia constatado Minnis (2011), mas também quando resulta de uma obrigatoriedade legal, como acontece em Portugal. Assim, os resultados deste estudo afiguram-se de interesse quer para académicos, quer para os gestores e profissionais envolvidos na preparação de informação financeira.

Apesar do interesse do presente estudo, o mesmo contém algumas limitações. Uma delas resulta da *proxy* utilizada para a variável custo do financiamento que, como referem Aldamen e Duncan (2013), traduz uma medida com algum ruído que pode originar maiores erros padrão das variáveis independentes. Daqui pode resultar a conclusão de que não existe uma relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira, quando a mesma existe. Porém, o facto de a utilização desta *proxy* ter permitido concluir pela existência daquela relação, sugere que a mesma seria também encontrada se fossem utilizadas as taxas de juro praticadas nos empréstimos bancários. Outra das limitações prende-se com a natureza dos dados que não permite dispor de séries temporais suficientemente longas para testar outras medidas da qualidade da informação financeira, por exemplo, baseadas no desvio-padrão dos *accruals* anormais ou na separação das componentes inata e discricionária dos *accruals* anormais. Trata-se de uma sugestão de investigação futura.

4. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso das Empresas Portuguesas Sem Valores Cotados em Bolsa

[Esta página foi intencionalmente deixada em branco]

**5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da
Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas
Europeias Sem Valores Cotados em Bolsa**

5.1 Introdução

Este capítulo tem como objetivo dar resposta à segunda questão genérica de investigação apresentada na Introdução da Tese e que visa aferir se a relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira é observada em empresas sem valores cotados em bolsa de outros países europeus e se existem diferenças entre esses países e Portugal. Para tal, analisam-se empresas sem valores cotados em bolsa do Reino Unido, Alemanha, França, Espanha e Portugal, no período de 2004 a 2009.

O estudo aqui apresentado traduz uma extensão do âmbito geográfico do estudo apresentado no capítulo anterior e adota uma metodologia idêntica à que ali foi seguida, utilizando um modelo de regressão linear para analisar a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira. O custo do financiamento bancário é igualmente medido pelo rácio entre os gastos com juros e a dívida financeira média do ano e a qualidade da informação financeira é aferida a partir do valor absoluto da componente anormal dos *accruals*, estimada através do modelo de Dechow e Dichev (2002) com a modificação introduzida por McNichols (2002).

Uma das motivações para a realização deste estudo prende-se com a escassez de estudos de âmbito internacional sobre o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário, em empresas sem valores cotados em bolsa. Os estudos de cariz internacional existentes, embora incluam nas suas amostras os países que aqui serão objeto de estudo, têm um enfoque diferente. Bhattacharya et al. (2003) estudam o efeito da manipulação dos resultados no custo do capital próprio de empresas com valores cotados em bolsa, para uma amostra de 34 países. Francis et al. (2005b) analisam o efeito da qualidade das divulgações no custo do capital próprio e no custo do financiamento em empresas com valores cotados em bolsa, com uma amostra de 34 países. Hail e Leuz (2006) investigam o efeito no custo do capital próprio da quantidade

de divulgações exigidas pela regulamentação do mercado de capitais, para uma amostra de 40 países. Gaio e Raposo (2011) estudam o efeito da qualidade dos resultados na valorização das empresas pelo mercado, com uma amostra de 38 países. Kim et al. (2011b) analisam o efeito no custo do financiamento bancário da adoção voluntária das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) antes de 2005, em empresas com valores cotados em bolsa, para uma amostra de 40 países. Shen e Huang (2013) analisam a relação entre a manipulação dos resultados e os *ratings* de crédito dos bancos, para uma amostra de 85 países. Como se pode constatar, os estudos referidos não analisam empresas sem valores cotados em bolsa e têm como objeto, sobretudo, o custo do capital próprio. Nesta medida, o estudo aqui apresentado preenche uma lacuna da literatura.

Outras das motivações para a realização deste estudo prende-se com a necessidade de perceber se a relação observada, em Portugal, entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira difere daquela que existe noutros países com diferentes contextos institucionais. Seguindo a classificação seguida por Ball et al. (2000), o Reino Unido caracteriza-se por ser um país “*common law*” onde as normas de contabilidade emanam do setor privado e são orientadas para a satisfação das necessidades informativas dos investidores. Os restantes países enquadram-se num contexto “*code law*” caracterizado por uma elevada influência política na preparação e *enforcement* das normas contabilísticas (Ball et al., 2000) e por uma estreita relação entre a contabilidade e a fiscalidade (Lamb et al., 1998; Eberhartinger, 1999). Entre estes países apontam-se diferenças no que respeita ao relacionamento entre empresas e bancos. Na Alemanha as empresas financiam-se, tendencialmente, junto de um único banco (o “*Hausbank*”), estabelecendo com este um relacionamento estreito e longo (Behr e Güttler, 2007). Em França a relação entre empresas e bancos é semelhante à relação com um fornecedor (“*fournisseur*”) e as empresas relacionam-se com diferentes bancos ao longo do tempo (Quack e Swen, 1995; Dietsch e Golitin-Boubakari, 2002). Em Portugal e Espanha as

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

empresas tendem a relacionar-se com um número reduzido de bancos, de uma forma duradoura (Jiménez e Saurina 2004; Hernández Cánovas e Martínez Solano, 2006; Bonfim et al., 2010). Apesar das similitudes entre Portugal e Espanha, este último país é incluído no estudo com o objetivo de reanalisar as diferenças encontradas entre o estudo apresentado no Capítulo 4 e o estudo de Gill de Albornoz Nogueira e Illueca (2007).

Relativamente aos países a analisar, a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira encontra-se documentada para Espanha, por Gill de Albornoz Nogueira e Illueca (2006; 2007) e para o Reino Unido, por Dedman e Kausar (2012), estudos analisados, respetivamente, nas subsecções 3.4.1 e 3.4.2. Gill de Albornoz Nogueira e Illueca (2006; 2007) analisam a relação entre o custo do financiamento bancário e o valor absoluto dos *accruals* anormais, em empresas espanholas sem valores cotados em bolsa. Dedman e Kausar (2012) analisam o efeito nos *ratings* de crédito da sujeição voluntária das demonstrações financeiras à auditoria externa, em empresas sem valores cotados em bolsa do Reino Unido, tendo por pano de fundo uma alteração legislativa que visou aumentar os limites de dimensão a partir dos quais as empresas são obrigadas a sujeitar as suas demonstrações financeiras à auditoria externa. No Capítulo 4 analisou-se a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, para empresas portuguesas sem valores cotados em bolsa, medindo a qualidade da informação financeira através do valor absoluto dos *accruals* anormais. Tanto quanto se conhece, não existem estudos que documentem a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira nos restantes países, o que constitui uma motivação adicional para a sua análise.

Os resultados obtidos neste estudo demonstram a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira em Portugal, Espanha, França e Alemanha, não sendo esta relação condicionada pela dimensão da empresa ou pelas suas necessidades de financiamento. A evidência obtida permite ainda concluir que o efeito da qualidade

da informação financeira no custo do financiamento bancário não é significativamente diferente entre Portugal e estes três países. Os resultados sugerem que o Reino Unido é um país distinto dos restantes, pois aqui a qualidade da informação financeira parece apenas influenciar o custo dos empréstimos destinados a financiar investimentos, o que sugere que os bancos, relativamente aos empréstimos destinados a financiar a tesouraria da empresa, tendem a basear as suas decisões em informação obtida através da banca relacional (Kim et al., 2011b; Kim et al., 2013).

O presente estudo faz três contributos. Primeiro, proporciona evidência de âmbito internacional sobre a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, em empresas sem valores cotados em bolsa, preenchendo uma lacuna na investigação existente de cariz internacional, que apenas tem analisado empresas com valores cotados em bolsa e, sobretudo, o custo do capital próprio (e.g. Bhattacharya et al., 2003; Francis et al., 2005b). Segundo, apresenta uma análise inovadora, face aos referidos estudos de carácter internacional, pois procura aferir diferenças entre países, em particular, entre Portugal e os restantes países analisados. Terceiro, proporciona, tanto quanto se conhece pela primeira vez, evidência sobre a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade dos resultados para o Reino Unido, a Alemanha e a França. Como tal, os resultados deste estudo afiguram-se de interesse quer para a comunidade académica, quer para os gestores e profissionais envolvidos na preparação de informação financeira.

Este capítulo prossegue com mais seis secções. Na secção 5.2 procede-se ao enquadramento institucional dos países a analisar. Na secção 5.3 formulam-se as hipóteses de investigação. Na secção 5.4 apresenta-se a metodologia a utilizar. Na secção 5.5 procede-se à seleção da amostra e à apresentação das principais estatísticas descritivas. Na secção 5.6 apresentam-se os resultados e na secção 5.7 as conclusões.

5.2 O contexto institucional dos países a analisar

Os países a analisar no presente estudo são o Reino Unido, a Alemanha, a França, a Espanha e Portugal. Como foi referido na secção anterior, a escolha destes países teve por base a classificação “*code law*” versus “*common law*” de Ball et al. (2000), bem como algumas diferenças ao nível do relacionamento entre empresas e bancos. Com a análise destes países procura-se proporcionar evidência europeia diversa sobre a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, apreendida através da qualidade dos resultados, bem como analisar a existência de possíveis diferenças entre Portugal e os restantes países.

Segundo Ball et al. (2000) um dos fatores institucionais que determina a existência de diferenças nas propriedades dos resultados é a influência política na preparação de normas de contabilidade e no seu *enforcement*. Nesta linha, Ball et al. (2000) associa os países com uma elevada influência política na preparação e *enforcement* das normas contabilísticas ao regime legal “*code law*” e os países onde as práticas contabilísticas são determinadas pelo setor privado ao regime legal “*common law*”⁴¹.

⁴¹ A classificação dos países em “*code law*” e “*common law*” tem a sua origem nos trabalhos de La Porta et al. (1997; 1998) onde esta dicotomia atende estritamente à origem do regime legal do país e serve de base ao estabelecimento de uma relação entre o nível de proteção legal dos investidores e o nível de desenvolvimento dos mercados de capitais. A classificação seguida por Ball et al. (2000), embora se baseie naquela, é mais ampla abrangendo aspetos relacionados com o sistema contabilístico do país. Embora a classificação de La Porta et al. (1997; 1998) seja criticada pelo facto de captar factores tais como a cultura, a política e a história dos países, vários estudos têm demonstrado que a origem legal dos países, ainda que influenciada por aqueles factores, determina as características da sua regulamentação e que esta tem implicações no seu desenvolvimento económico e social, justificando a sua validade e a sua tão ampla utilização (La Porta et al., 2008).

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

Nos países “*common law*”, representados neste estudo pelo Reino Unido, os sistemas financeiros assentam em mercados de capitais desenvolvidos e a preparação de normas contabilísticas é desenvolvida no seio de organismos profissionais, estando sobretudo orientada pela necessidade de proporcionar informação útil aos investidores (Ball et al., 2000). No Reino Unido o relato financeiro tende a ser independente do relato para fins fiscais (Lamb et al., 1998; Eberhartinger, 1999), donde resulta uma maior independência entre o resultado contabilístico e o resultado fiscal e, conseqüentemente, um menor incentivo a práticas de manipulação tendentes à minimização do imposto a pagar (García Lara et al., 2005).

Nos países “*code law*”, neste estudo representados pela Alemanha, França, Espanha e Portugal, o Estado tende, em maior ou menor grau, a tutelar a preparação de normas de contabilidade e a garantir o seu *enforcement* (Ball et al., 2000). Nestes países existem relações estreitas entre a contabilidade e a fiscalidade (Lamb et al., 1998; Eberhartinger, 1999). Na Alemanha as regras fiscais e contabilísticas estão formalmente relacionadas, apenas sendo aceites na determinação do resultado fiscal, os gastos contabilizados de acordo com as regras fiscais. Em França, Espanha e Portugal, as regras fiscais e contabilísticas são independentes mas o facto da base para o cálculo da matéria coletável ser o resultado contabilístico leva a que, ainda que indiretamente, a fiscalidade tenda a influenciar os tratamentos contabilísticos adotados.

A estreita relação que se estabelece entre o resultado contabilístico e o resultado fiscal nos países “*code law*”, torna a minimização do imposto a pagar um dos principais incentivos à manipulação dos resultados nas empresas sem valores cotados em bolsa (García Lara et al., 2005; Coppens e Peek, 2005; Burgstahler et al., 2006; Moreira, 2008). Um outro incentivo à manipulação dos resultados nestes países surge associado à forma de financiamento das empresas, assente, essencialmente, no crédito obtido junto de instituições financeiras (Ball et al., 2000). A necessidade apresentar bons indicadores de desempenho junto dos bancos pode levar os gestores a práticas de manipulação

dos resultados no sentido ascendente (Azofra et al., 2003; Othman e Zeghal, 2006; Moreira, 2008). O facto destes dois incentivos terem sentidos opostos faz com que a dependência de financiamento bancário nos países “*code law*” possa ser um fator condicionador da manipulação dos resultados associada à minimização do imposto a pagar e, conseqüentemente, se traduza num incentivo à preparação de informação financeira de melhor qualidade (Eilifsen et al., 1999; Baralexis, 2004; Burgstahler et al., 2006; Moreira, 2008).

Como foi referido, os países “*code law*” que serão aqui objeto de análise apresentam algumas diferenças no que respeita à forma como bancos e empresas se relacionam. A Alemanha constitui um caso particular e distinto dos restantes países. Neste país, as empresas tendem a relacionar-se com um único banco (o “*Hausbank*”) que lhes proporciona não só financiamento, mas também outro tipo de serviços como consultadoria (Quack e Swen, 1995; Lane e Quack, 2002; Behr e Güttler, 2007). Em França a relação entre empresas e bancos assemelha-se à relação com um fornecedor (“*fournisseur*”), pois as empresas recorrem a diferentes bancos ao longo do tempo (Quack e Swen, 1995; Dietsch e Golitin-Boubakari, 2002). Em Portugal e Espanha as empresas tendem a relacionar-se com um número reduzido de bancos, de uma forma duradoura (Jiménez e Saurina 2004; Hernández Cánovas e Martínez Solano, 2006; Bonfim et al., 2010). O tipo de relacionamento que se estabelece entre banco e empresa determina a existência, ou não, da designada banca relacional e esta pode condicionar a forma como a informação financeira é utilizada pelos bancos nas suas decisões de concessão de crédito. Como foi já referido na Introdução da Tese, a banca relacional traduz-se no fornecimento por parte dos bancos de um conjunto de serviços financeiros que (1) é acompanhado de um investimento na obtenção e acumulação de informação sobre a empresa e (2) que considera uma multiplicidade de interações que se desenvolvem ao longo do tempo entre o banco e a empresa em resultado de vários serviços e produtos que aquele lhe fornece (Boot, 2000). A banca relacional, ao proporcionar ao banco um conjunto de informação sobre a empresa, de carácter privado, traduz uma importante forma

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

de resolver assimetrias de informação (Berger e Udell, 1995; 2006). Como tal, pode influenciar a forma como os bancos repercutem a qualidade da informação financeira no custo do financiamento.

Tabela 5.1 – As pequenas e médias empresas nos países a analisar

	Dimensão ⁴²	Reino Unido	Alemanha	França	Espanha	Portugal
Total de empresas (%)	Micro	89,5	83,3	93,1	93,9	94,1
	Pequenas	8,6	13,7	5,8	5,3	5
	Médias	1,5	2,5	0,9	0,7	0,7
	Total PME	99,6	99,5	99,8	99,9	99,9
	Grandes	0,4	0,5	0,2	0,1	0,1
Total de empregados (%)	Micro	20,3	19,2	28	40,7	39,2
	Pequenas	18,7	22,9	20,1	20,9	22,4
	Médias	15,3	20,6	15,8	13,9	16,7
	Total PME	54,3	62,7	63,9	75,5	78,3
	Grandes	45,7	37,3	36,1	24,5	21,7
Total do valor acrescentado (%)	Micro	18,5	15	26,3	28,1	23,2
	Pequenas	14,8	18,4	17,5	21	22,8
	Médias	16,2	20,5	15,2	16,6	21,6
	Total PME	49,5	53,9	59	65,7	67,6
	Grandes	50,5	46,1	41	34,3	32,4

A informação constante desta tabela reporta-se ao ano 2011 e foi construída a partir de dados do Eurostat (European Commission, 2012). Tal como é referido pelo Eurostat estes dados são harmonizados possibilitando comparações entre países, mas podem não coincidir com aqueles que são publicados pelos organismos nacionais de cada país.

Para concluir esta secção, anota-se ainda que o tecido empresarial dos países a analisar é constituído em mais de 99% por pequenas e médias empresas (vide Tabela 5.1). Em Portugal e Espanha estas empresas representam os valores mais elevados em termos de emprego e de valor acrescentado, o que

⁴² A definição de micro, pequenas e médias empresas compreende aquelas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede os 50 milhões de euros ou cujo balanço anual não excede os 43 milhões de euros. Uma pequena empresa é aquela que emprega menos de 50 pessoas e cujo volume de negócios anual ou balanço total anual não exceda os 10 milhões de euros. Uma microempresa é aquela que emprega menos de 10 pessoas e cujo volume de negócios anual ou balanço total anual não exceda os 2 milhões de euros (Comissão das Comunidades Europeias, 2003b).

denota a importância das pequenas e médias empresas na economia destes países. Do lado oposto situa-se o Reino Unido com os menores valores em termos de emprego e de valor acrescentado para as pequenas e médias empresas e com os maiores valores daquelas rubricas para as grandes empresas.

Na subsecção seguinte formulam-se as hipóteses de investigação.

5.3 Desenvolvimento e formulação das hipóteses de investigação

Neste estudo pretende-se testar, para uma amostra de empresas europeias sem valores cotados em bolsa, a existência de uma relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira. Procura-se ainda perceber se existem diferenças entre Portugal e os restantes países, no que respeita ao efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário. Lembra-se que a qualidade da informação financeira é entendida como a capacidade que a mesma tem de auxiliar os financiadores a aferir com maior precisão o risco de incumprimento da empresa, pelo que se espera que a informação financeira de melhor qualidade tenha associado um menor risco de informação (Habib, 2006). Sendo este risco repercutido nas taxas de juro, as empresas com informação financeira de melhor qualidade beneficiarão de um menor custo do financiamento bancário.

Nos países “*code law*” a estreita relação entre o resultado contabilístico e o resultado fiscal gera um forte incentivo à manipulação dos resultados no sentido descendente, tendo em vista minimizar o imposto a pagar (García Lara et al., 2005; Coppens e Peek, 2005; Burgstahler et al., 2006; Moreira, 2008). Porém, a contratação de financiamento também pode gerar incentivos à manipulação dos resultados, mas neste caso, de sentido oposto, isto é, no sentido ascendente (Azofra et al., 2003; Othman e Zeghal, 2006; Moreira, 2008). Na presença destes dois incentivos, observa-se uma menor incidência de práticas de manipulação dos resultados no sentido descendente já que a necessidade de obter financiamento

constitui um constrangimento ao incentivo proporcionado pela minimização do imposto a pagar (Eilifsen et al., 1999; Baralexis, 2004; Burgstahler et al., 2006; Moreira, 2008). Nestes países, a contratação de financiamento parece contribuir para uma menor manipulação dos resultados, o que se pode traduzir em informação financeira de melhor qualidade e, conseqüentemente, num menor “risco de informação”. Se os bancos repercutirem esse risco nas taxas de juro cobradas, então as empresas com informação financeira de melhor qualidade suportarão um menor custo do financiamento bancário.

Como se referiu na subsecção anterior, a presença da designada banca relacional proporcionada por relações mais estreitas entre bancos e empresas, pode gerar diferenças entre os países “*code law*” relativamente ao efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário. A este respeito a Alemanha e a França poderão representar duas situações distintas, pois, como foi já referido, na Alemanha o relacionamento entre bancos e empresas tende a ser mais próximo, por oposição à França onde as empresas se relacionam com vários bancos e de forma menos duradoura.

Nos países “*common law*” as regras fiscais tendem a não influir no relato financeiro, pelo que a minimização do imposto a pagar não constituirá um forte incentivo à manipulação dos resultados. Acresce que o regime legal “*common law*” se caracteriza por proporcionar uma elevada proteção aos investidores e financiadores, o que origina um maior risco de litígio para os gestores e, conseqüentemente, um fator condicionador de práticas de manipulação dos resultados (Leuz et al., 2003; Burgstahler et al., 2006). Neste contexto, a contratação de financiamento tenderá a contribuir em menor grau para uma melhoria da qualidade da informação financeira. A ausência do incentivo da minimização do imposto a pagar pode facilitar práticas de manipulação dos resultados no sentido ascendente, sobretudo quando estiver em causa o incumprimento de convênios de dívida (Atieh e Hussain, 2012). Considerando que estas práticas reduzem a qualidade da informação financeira, na sua presença os bancos suportarão um maior “risco de informação”. Se os bancos repercutirem

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

esse risco nas taxas de juro cobradas, então as empresas com informação financeira de pior qualidade suportarão um maior custo do financiamento bancário.

Relativamente aos países a analisar, e a empresas sem valores cotados em bolsa, a evidência empírica existente sobre a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira advém: do estudo de Dedman e Kausar (2012), para o Reino Unido; do estudo de Gill de Albornoz Nogueer e Illueca (2006; 2007), para Espanha; e do estudo apresentado no Capítulo 4, para Portugal. Dedman e Kausar (2012) documentam uma relação positiva entre os *ratings* de crédito e a sujeição voluntária das demonstrações financeiras à auditoria. Gill de Albornoz Nogueer e Illueca (2007) observam uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, medida através do valor absoluto dos *accruals* anormais, apenas para as empresas de maior dimensão. No estudo apresentado no Capítulo 4 constatou-se uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, também medida através do valor absoluto dos *accruals* anormais, para as empresas portuguesas sem valores cotados, independentemente da sua dimensão.

No sentido de testar se nos restantes países os bancos repercutem no custo do financiamento a qualidade da informação financeira e se Portugal apresenta diferenças relativamente aos demais países, formulam-se as seguintes hipóteses de investigação:

H1: O custo do financiamento bancário das empresas europeias sem valores cotados em bolsa está negativamente relacionado com a qualidade da informação financeira, independentemente da dimensão da empresa.

H2: O impacto da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário para as empresas portuguesas não é distinto do verificado nos restantes países analisados.

Uma vez apresentadas as hipóteses de investigação, na secção seguinte descreve-se a metodologia a seguir para as testar.

5.4 Metodologia

Para testar a primeira hipótese de investigação recorre-se ao modelo apresentado na subsecção 4.4.1 onde a variável dependente é o custo do financiamento bancário e as variáveis independentes são a qualidade da informação financeira e um conjunto de variáveis de controlo que traduzem características da empresa, que se consideram independentes da qualidade da informação financeira, mas suscetíveis de influenciar aquele custo.

Como foi referido no Capítulo 4, todas as variáveis independentes são desfasadas em um período, pois considera-se que a taxa de juro e outras condições contratuais dos empréstimos bancários são decididas pelos bancos tomando por base a informação financeira do ano anterior. A justificação da inclusão destas variáveis foi efetuada na subsecção 4.4.4. O modelo incorpora ainda como variáveis de controlo um conjunto de variáveis dicotómicas relativas aos anos da amostra, que visam captar efeitos específicos de um determinado ano e comuns a todas as empresas, bem como um conjunto de variáveis dicotómicas relativas ao setor de atividade, que visam captar os efeitos que são específicos de um determinado setor e comuns a todas as empresas desse setor.

O modelo de análise é a seguir apresentado e será estimado pelo método dos mínimos quadrados, em *pool* de dados, para cada país.

$$\begin{aligned} CFIN_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 QIF_{i,t-1} + \beta_2 CJ_{i,t-1} + \beta_3 LIQ_{i,t-1} + \beta_4 TANG_{i,t-1} + \beta_5 END_{i,t-1} \\ & + \beta_6 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=10}^{96} \beta_k SETOR_k + \sum_{n=2004}^{2009} \beta_n ANO_n + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad [5.1]$$

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

Onde:

$CFIN_{i,t}$ – Representa o custo do financiamento bancário da empresa i no ano t e é medido pelo rácio entre os gastos com juros e o passivo financeiro médio do ano.

$QIF_{i,t-1}$ – Representa a qualidade da informação financeira da empresa i no ano $t-1$, medida pelo simétrico do valor absoluto dos *accruals* anormais, determinados de acordo com o modelo de Dechow e Dichev (2002) com a modificação de McNichols (2002)⁴³. Espera-se que o custo do financiamento bancário esteja negativamente relacionado com a qualidade da informação financeira, pelo que o sinal do coeficiente desta variável será previsivelmente negativo, indicando que quanto maior for essa qualidade (isto é, menor for o valor absoluto dos *accruals* anormais) menor é o custo do financiamento bancário.

$CJ_{i,t-1}$ – Representa o rácio de cobertura de juros da empresa i no ano $t-1$, calculado como o quociente entre o resultado antes de impostos, juros, depreciações e amortizações⁴⁴ e os gastos com juros. O sinal esperado para o coeficiente desta variável é negativo, indicando que quanto maior for o rácio de cobertura de juros, menor é o custo do financiamento bancário.

$LIQ_{i,t-1}$ – Representa o rácio de liquidez geral da empresa i no ano $t-1$, calculado como o quociente entre o ativo corrente e o passivo corrente.

⁴³ A operacionalização deste modelo foi apresentada na subsecção 4.4.3. No presente estudo o setor foi definido ao nível do segundo dígito da Classificação Estatística das Atividades Económicas na Comunidade Europeia – NACE Revisão 2 (Eurostat, 2008), que indica a Divisão em que se insere a atividade principal da empresa.

⁴⁴ Designado na literatura anglo-saxónica de *EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

O sinal esperado para o coeficiente desta variável é negativo, indicando que quanto maior for o rácio de liquidez geral, menor é o custo do financiamento bancário.

$TANG_{i,t-1}$ – Representa a tangibilidade dos ativos da empresa i no ano $t-1$, medida pelo rácio entre o total dos ativos fixos tangíveis e o total do ativo. O sinal esperado para o coeficiente desta variável é negativo, indicando que quanto maior for a proporção de ativos fixos tangíveis, menor é o custo do financiamento bancário.

$END_{i,t-1}$ – Representa o nível de endividamento da empresa i no ano $t-1$, medido pelo rácio entre o total do passivo e o total do ativo. O sinal esperado para o coeficiente desta variável é positivo, indicando que quanto maior for o endividamento da empresa, maior é o custo do financiamento bancário.

$DIM_{i,t-1}$ – Representa a dimensão da empresa i no ano $t-1$, medida pelo logaritmo do total do ativo. O sinal esperado para o coeficiente desta variável é negativo, indicando que quanto maior for a dimensão da empresa, menor é o custo do financiamento bancário.

$\sum_{k=10}^{96} SETOR_k$ – Conjunto de variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 se a observação pertence ao setor de atividade e 0 se o contrário. O setor de atividade é definido ao nível do segundo dígito da Classificação Estatística das Atividades Económicas na Comunidade Europeia – NACE Revisão 2 (Eurostat, 2008), que indica a Divisão em que se insere a atividade principal da empresa. Não se formulam quaisquer expectativas quanto ao sinal esperado para a variável $SETOR$.

$\sum_{n=2004}^{2009} ANO_n$ – Conjunto de variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 se a observação pertence ao ano e 0 se o contrário. Não se formulam quaisquer expectativas quanto ao sinal esperado para a variável ANO .

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

$\varepsilon_{i,t}$ – Erro de estimação que obedece às hipóteses clássicas dos modelos estimados pelo método dos mínimos quadrados.

Para testar a segunda hipótese de investigação introduz-se no modelo 5.1 um conjunto de variáveis dicotómicas, que visam captar as diferenças na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, entre cada um dos países da amostra e Portugal, dando origem ao modelo 5.2 a seguir representado.

$$\begin{aligned}
 CFIN_{i,t} = & \tau_0 + \tau_1 DES_i + \tau_2 DFR_i + \tau_3 DAL_i + \tau_4 DRU_i + \tau_5 QIF_{i,t-1} + \tau_6 DES_i * QIF_{i,t-1} \\
 & + \tau_7 DFR_i * QIF_{i,t-1} + \tau_8 DAL_i * QIF_{i,t-1} + \tau_9 DRU_i * QIF_{i,t-1} + \tau_{10} CJ_{i,t-1} \\
 & + \tau_{11} LIQ_{i,t-1} + \tau_{12} TANG_{i,t-1} + \tau_{13} END_{i,t-1} + \tau_{14} DIM_{i,t-1} + \sum_{k=10}^{96} \tau_k SETOR_k \\
 & + \sum_{n=2004}^{2009} \tau_j ANO_n + \varepsilon_{i,t} \qquad [5.2]
 \end{aligned}$$

Onde:

DES_i – Variável dicotómica que assume o valor 1 se a observação pertence a Espanha e 0 se o contrário.

DFR_i – Variável dicotómica que assume o valor 1 se a observação pertence a França e 0 se o contrário.

DAL_i – Variável dicotómica que assume o valor 1 se a observação pertence à Alemanha e 0 se o contrário.

DRU_i – Variável dicotómica que assume o valor 1 se a observação pertence ao Reino Unido e 0 se o contrário.

As restantes variáveis seguem as definições apresentadas no modelo 5.1.

Na secção seguinte prossegue-se com a seleção da amostra e a análise das principais estatísticas descritivas.

5.5 Seleção da amostra e estatísticas descritivas

A amostra utilizada neste estudo foi retirada da base de dados Amadeus, elaborada pelo *Bureau van Dijk*, na sua versão *online* atualizada em 24 de dezembro de 2010, que cobria os anos de 2001 a 2009. Esta base de dados contempla informação financeira proveniente do balanço e da demonstração dos resultados por naturezas e tem como âmbito empresas europeias. Quando comparada com a base de dados SABI, utilizada no estudo apresentado no Capítulo 4, a base de dados Amadeus cobre um menor número de empresas por país e as empresas portuguesas ali representadas tendem a ser de maior dimensão.

Os países selecionados foram, como referido, o Reino Unido, a Alemanha, a França, a Espanha e Portugal e a seleção das empresas a incluir na amostra baseou-se nos seguintes critérios: (1) que não tivessem valores cotados em bolsa, dado o âmbito da Tese e porque a presença no mercado de capitais cria incentivos que podem afetar a qualidade da informação financeira, diferentes dos que estão subjacentes a empresas sem valores cotados (e.g. Coppens e Peek, 2005; Ball e Shivakumar, 2005); (2) que elaborassem apenas contas individuais de acordo com as normas de contabilidade nacionais ("*local GAAP*"), não se considerando as empresas que a partir de 2005 tenham seguido as normas internacionais de contabilidade adotadas na União Europeia ao abrigo do Regulamento (CE) 1606/2002 (Comissão das Comunidades Europeias, 2002), o que causaria problemas de comparabilidade da informação; (3) que tivessem um total do ativo igual ou superior a 1 milhão de euros, visando este critério eliminar empresas de menor dimensão onde fatores como a prestação de garantias pessoais podem introduzir ruído na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira (e.g. Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2007); (4) que tivessem um total do capital próprio positivo, uma vez que capitais próprios negativos representam fortes constrangimentos financeiros que podem incentivar os gestores à manipulação dos resultados, distorcendo a análise (e.g. Jaggi e Lee, 2002). De seguida, excluíram-se as empresas do setor

financeiro, imobiliário, educação, *utilities* e entidades públicas, devido às diferenças que os respetivos normativos contabilísticos e a natureza da atividade podem introduzir no cálculo dos *accruals*⁴⁵.

Após a imposição destes critérios e do desfasamento das variáveis em um período, contava-se o seguinte número de observações para cada um dos países: 89.112 observações para o Reino Unido; 119.976 observações para a Alemanha; 139.384 observações para a França; 112.960 observações para Espanha; e 21.864 observações para Portugal.

Este número de observações é substancialmente reduzido ao longo do processo de cálculo de todas as variáveis do modelo: no cálculo da variável custo do financiamento (*CFIM*) apenas se consideram as observações com uma percentagem de dívida financeira média igual ou superior a 5% do total do ativo e para as quais essa dívida financeira não tivesse aumentado para mais do dobro, nem se tivesse reduzido para menos de metade, entre o início e o fim do ano; o cálculo da variável qualidade da informação (*QIF*) exigiu a imposição de um mínimo de 20 observações por ano e por setor⁴⁶.

Após calcular as restantes variáveis dos modelos de análise dispunha-se de um painel de dados não balanceado, relativo ao período 2004 a 2009, com o seguinte número de observações para cada um dos países: 9.900 observações para o Reino Unido; 2.864 observações para a Alemanha; 26.335 observações

⁴⁵ Foi ainda retirado o setor da Agricultura pois constatou-se que as empresas de Portugal e da Alemanha pertencentes a este setor não dispunham de informação para o cálculo de todas as variáveis, donde resultaria que estes países não teriam qualquer observação relativamente a este setor. Por questões de comparabilidade optou-se por retirar este setor em todos os países.

⁴⁶ A imposição destas restrições foi justificada nas subsecções 4.4.2 e 4.4.3.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

para França; 24.266 observações para Espanha; e 4.931 observações para Portugal⁴⁷. O processo de seleção da amostra é sistematizado na Tabela 5.2.

Tabela 5.2 – Seleção da amostra

	Reino Unido	Alemanha	França	Espanha	Portugal
Observações relativas a empresas disponíveis para o período 2001 a 2009, sem valores cotados em bolsa, que elaboram apenas contas individuais de acordo com as normas de contabilidade nacionais, com um total do ativo igual ou superior a 1 milhão de euros e com um total do capital próprio positivo.	150.950	138.194	197.049	154.183	30.216
Observações após retirar as relativas ao setor financeiro, educação, <i>utilities</i> e setor público.	100.251	134.973	156.807	127.080	24.597
Observações após o desfaseamento das variáveis em um período	89.112	119.976	139.384	112.960	21.864
Observações após determinação de todas as variáveis necessárias à estimação dos modelos de análise no período 2004 a 2009.	9.900	2.864	26.335	24.266	4.931

Na Tabela 5.3 apresenta-se uma análise à distribuição das observações por ano e por setor de atividade, para cada um dos países. Da análise desta tabela pode observar-se que o maior número de observações está concentrado na Construção, Comércio e Serviços que, na generalidade dos países, representa entre 60% a 70% do número total de observações. De uma forma geral, o número de observações aumenta ao longo dos anos, o que traduz a incorporação de novas empresas na base de dados e resulta do facto de a mesma se encontrar em construção.

⁴⁷ Uma análise ao número de anos de informação disponível para cada empresa permitiu observar que, na generalidade dos países, mais de 50% das empresas apenas dispõe de informação para um ou dois anos.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

Tabela 5.3 – Distribuição das observações por ano e indústria

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Total setor	%
Reino Unido								
Indústria transform.	635	609	611	733	715	637	3.940	40
Construção, Comércio e Serviços	1.046	915	965	999	1.050	985	5.960	60
Total ano	1.681	1.524	1.576	1.732	1.765	1.622	9.900	100
Alemanha								
Indústria transform.	24	73	161	262	547	374	1.441	50
Construção, Comércio e Serviços	39	85	165	253	472	409	1.423	50
Total ano	63	158	326	515	1.019	783	2.864	100
França								
Indústria transform.	1.070	1.017	1.025	1.765	1.684	1.365	7.926	30
Construção, Comércio e Serviços	2.561	2.543	2.465	3.853	3.711	3.276	18.309	70
Total ano	3.631	3.560	3.490	5.618	5.395	4.641	26.335	100
Espanha								
Indústria transform.	1.821	1.887	1.931	1.948	1.818	782	10.187	42
Construção, Comércio e Serviços	2.620	2.217	2.403	2.541	2.855	1.443	14.079	58
Total ano	4.441	4.104	4.334	4.489	4.673	2.225	24.266	100
Portugal								
Indústria transform.	203	212	216	301	365	389	1.686	34
Construção, Comércio e Serviços	345	379	501	560	713	747	3.245	66
Total ano	548	591	717	861	1.078	1.136	4.931	100

Na Tabela 5.4 apresentam-se algumas das características genéricas da amostra de cada país (Painel A) e as principais estatísticas descritivas das variáveis do modelo de análise (Painel B) em cada uma das amostras. Uma análise preliminar aos dados não revelou motivos para excluir a hipótese de normalidade das variáveis.

Da análise ao Painel A, e tomando por base os valores médios do total do ativo e do volume de negócios, observa-se que o Reino Unido é o país com as empresas de maior dimensão seguido, respetivamente, da Alemanha, França, Espanha e Portugal. A idade média das empresas nos vários países vai dos 24 anos em Espanha aos 33 anos no Reino Unido. De uma forma geral, as empresas são rentáveis, com uma rentabilidade média do ativo (*ROA*) entre os 5% em Portugal e Espanha e os 7% na Alemanha.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

Tabela 5.4 – Estatísticas descritivas

<i>Painel A – Características genéricas da amostra</i>						
		Reino Unido	Alemanha	França	Espanha	Portugal
<i>Total do ativo</i>	Média	155.163	54.431	40.953	38.562	33.067
	Mediana	21.936	22.049	9.070	16.096	15.827
<i>Volume de negócios</i>	Média	169.553	102.419	62.575	41.437	37.519
	Mediana	36.780	44.571	20.199	20.020	16.800
<i>Idade em anos</i>	Média	33	28	29	24	27
	Mediana	26	19	24	21	23
<i>ROA</i>	Média	0,06	0,07	0,06	0,05	0,05
	Mediana	0,05	0,06	0,05	0,05	0,04
<i>PASSIVO CP</i>	Média	0,53	0,41	0,59	0,52	0,51
	Mediana	0,53	0,39	0,60	0,53	0,52
<i>DIVFINTOT</i>	Média	0,33	0,32	0,19	0,33	0,33
	Mediana	0,30	0,30	0,16	0,31	0,32
<i>DIVFINCP</i>	Média	0,23	0,14	0,12	0,19	0,15
	Mediana	0,18	0,09	0,08	0,16	0,11
<i>Número de observações com auditor</i>		9.876	2.637	25.123	24.185	3.811
<i>Número de observações sem auditor</i>		24	227	1.212	81	1.120
<i>Painel B - Variáveis do modelo de análise</i>						
		Reino Unido	Alemanha	França	Espanha	Portugal
<i>CFIN</i>	Média	5,42%	8,33%	9,71%	6,25%	10,67%
	Mediana	4,60%	6,81%	7,07%	5,14%	8,15%
<i>QIF</i>	Média	-0,04	-0,04	-0,03	-0,03	-0,03
	Mediana	-0,03	-0,03	-0,02	-0,02	-0,03
<i>CJ</i>	Média	16,50	9,42	12,34	9,90	4,41
	Mediana	5,61	5,24	6,50	4,99	2,63
<i>LIQ</i>	Média	1,47	1,96	1,35	1,39	1,52
	Mediana	1,25	1,55	1,23	1,20	1,29
<i>TANG</i>	Média	0,26	0,30	0,16	0,24	0,25
	Mediana	0,20	0,27	0,12	0,20	0,21
<i>END</i>	Média	0,67	0,72	0,71	0,68	0,70
	Mediana	0,69	0,73	0,73	0,70	0,72
<i>DIM</i>	Média	10,25	10,03	9,31	9,78	9,68
	Mediana	9,99	10,00	9,08	9,63	9,61

Notas:

1. No painel A, os valores do *Total do ativo* e do *Volume de negócios* são em milhares de euros. *ROA* é o rácio de rentabilidade do ativo dado pelo quociente entre resultado antes de impostos e de juros sobre o total do ativo. *PASSIVO CP* é o rácio entre o passivo de curto prazo e o total do ativo. *DIVFINTOT* é o rácio da dívida financeira total sobre o total do ativo. *DIVFINCP* é o rácio da dívida financeira de curto prazo sobre o total do ativo.

(continua na página seguinte)

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

2. No painel B, as variáveis seguem as seguintes definições: *CFIN* é o custo do financiamento bancário, medido pelo rácio entre os gastos com juros e o passivo financeiro médio do ano; *QIF* representa a qualidade da informação financeira medida pelo simétrico do valor absoluto dos *accruals* anormais, determinados de acordo com o modelo de Dechow e Dichev (2002) com a modificação de McNichols (2002); *CJ* representa o rácio de cobertura de juros, calculado como o quociente entre o resultado antes de impostos, juros, depreciações e amortizações (EBITDA) e os gastos com juros; *LIQ* representa o rácio de liquidez geral, calculado como o quociente entre o ativo corrente e o passivo corrente; *TANG* representa o rácio de tangibilidade dos ativos, calculado como o quociente entre o total dos ativos fixos tangíveis e o total do ativo; *END* representa o rácio de endividamento, medido pelo rácio entre o total do passivo e o total do ativo; *DIM* representa a dimensão, medida pelo logaritmo do total do ativo. A variável *CFIN* respeita ao ano t e as restantes variáveis ao ano $t-1$.
-

A dívida financeira total (*DIVFINTOT*) representa, em termos médios, 30% do ativo, salvo no caso de França onde essa percentagem é de 19%. A menor proporção de dívida financeira total em França, associada ao menor rácio de ativos fixos tangíveis sobre o total do ativo (*TANG*) que pode ser observado no Painel B, parece ser o reflexo do não reconhecimento no balanço da totalidade dos ativos e passivos associados aos contratos de locação financeira, já que a normalização contabilística deste país não exigia esse reconhecimento até à modificação do “*Plan General Contable*”, que vigorou a partir de 1 de janeiro de 2008 (KPMG, 2003). No que respeita ao prazo dos financiamentos, os valores médios da dívida financeira de curto prazo (*DIVFINCP*) demonstram que, na generalidade dos países, aproximadamente metade da dívida financeira é de curto prazo.

Em todos os países a maioria das observações respeita a empresas com auditor. Relativamente a Espanha e ao Reino Unido poder-se-á dizer que, praticamente toda a amostra é constituída por empresas com auditor. Portugal evidencia uma menor proporção de observações com auditor, representando, mesmo assim, 77% do total da amostra. Uma vez que a obrigatoriedade de sujeição da informação financeira à auditoria está associada à dimensão da empresa, a menor proporção de empresas com auditor em Portugal pode ser o reflexo da menor dimensão das empresas deste país.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

No Painel B, a variável custo do financiamento (*CFIM*) apresenta, em todos os países, um valor médio acima da mediana sugerindo a presença de um conjunto de observações com valores muito elevados para o custo do financiamento, sobretudo nas amostras da Alemanha, França e Portugal⁴⁸. A variável qualidade da informação financeira (*QIF*) apresenta valores médios sensivelmente idênticos em todos os países. O rácio de cobertura de juros (*CJ*) apresenta, na generalidade dos países, valores médios superiores à mediana. A média do rácio de liquidez (*LIQ*) está acima da unidade em todos os países, o que sugere que, em termos médios, a generalidade das empresas tem capacidade para honrar os seus compromissos de curto prazo. A proporção média de ativos fixos tangíveis no balanço (*TANG*) situa-se entre os 25% e os 30% nos vários países, com exceção da França onde essa proporção é de 16%, facto que pode ser explicado, como foi já referido, pela forma de contabilização dos contratos de locação financeira. A média do rácio de endividamento (*END*) está acima dos 67% em todos os países, evidenciando a elevada dependência financeira face a terceiros por parte das empresas analisadas.

Na Tabela 5.5 é apresentada a matriz dos coeficientes de correlação de *Pearson* para as variáveis do modelo, relativamente a cada um dos países.

⁴⁸ No estudo apresentado no Capítulo 4 a média do custo do financiamento era de 11,10% e a mediana de 8,68%, cobrindo o período analisado os anos de 2001 a 2007. No estudo sobre empresas espanholas realizado por Gill de Albornoz Noguer e Illueca (2007) o período analisado compreendia os anos de 1994 a 2002 e a média do custo do financiamento era de 7,6% e a mediana de 6,6%. As diferenças observadas no custo do financiamento entre os vários países da amostra podem ser explicadas por vários fatores, tais como: (1) o nível de concentração bancária do país, que tende a estar positivamente relacionado com as taxas de juro; (2) a taxa de inflação, que também tende a estar positivamente relacionada com as taxas de juro; ou (3) a eficiência do sistema judicial, em particular o nível de proteção legal dos credores, que tende a estar negativamente relacionado com as taxas de juro praticadas pelos bancos (Laeven e Majnoni, 2005; Qian e Strahan, 2007).

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

Tabela 5.5 – Coeficientes de correlação de Pearson

	<i>CFIN</i>	<i>QIF</i>	<i>CJ</i>	<i>LIQ</i>	<i>TANG</i>	<i>END</i>	<i>DIM</i>
Reino Unido							
<i>CFIN</i>	1						
<i>QIF</i>	0,0058	1					
<i>CJ</i>	-0,2160***	-0,0268***	1				
<i>LIQ</i>	0,0082	-0,0246**	0,0908***	1			
<i>TANG</i>	0,0491***	0,1446***	-0,1228***	-0,2260***	1		
<i>END</i>	0,0032	-0,0506***	-0,1686***	-0,4375***	-0,1631***	1	
<i>DIM</i>	-0,0894***	0,0472***	-0,0037	0,0767***	0,0041	-0,0139	1
Alemanha							
<i>CFIN</i>	1						
<i>QIF</i>	-0,0791***	1					
<i>CJ</i>	-0,1384***	-0,0460**	1				
<i>LIQ</i>	-0,1124***	-0,0223	0,3022***	1			
<i>TANG</i>	-0,1538***	0,1296***	-0,0070	-0,1882***	1		
<i>END</i>	0,0889***	-0,0994***	-0,3025***	-0,4438***	-0,1520***	1	
<i>DIM</i>	-0,0503***	0,0680***	0,0057	0,0110	0,1348***	-0,0946***	1
França							
<i>CFIN</i>	1						
<i>QIF</i>	-0,0418***	1					
<i>CJ</i>	-0,2044***	-0,0717***	1				
<i>LIQ</i>	-0,0747***	-0,0151**	0,1664***	1			
<i>TANG</i>	-0,0077	-0,0224***	0,0407***	-0,1594***	1		
<i>END</i>	0,0777***	-0,0223***	-0,2957***	-0,5294***	-0,0703***	1	
<i>DIM</i>	-0,0898***	-0,0211***	-0,0394***	0,0859***	-0,0067	-0,1139***	1
Espanha							
<i>CFIN</i>	1						
<i>QIF</i>	-0,0564***	1					
<i>CJ</i>	-0,1261***	-0,1057***	1				
<i>LIQ</i>	-0,0320***	-0,0233***	0,2238***	1			
<i>TANG</i>	-0,0649***	0,0287***	0,0100	-0,2499***	1		
<i>END</i>	-0,0018	0,0096	-0,3741***	-0,4592***	-0,1875***	1	
<i>DIM</i>	-0,0520***	0,0160**	-0,0136**	0,1143***	0,0556***	-0,0484***	1
Portugal							
<i>CFIN</i>	1						
<i>QIF</i>	-0,0583***	1					
<i>CJ</i>	-0,0971***	-0,0974***	1				
<i>LIQ</i>	-0,1145***	0,0162	0,0410***	1			
<i>TANG</i>	-0,0956***	-0,0031	0,1004***	-0,2843***	1		
<i>END</i>	-0,0189	-0,0004	-0,3059***	-0,2370***	-0,1896***	1	
<i>DIM</i>	-0,0969***	0,0709***	-0,0331***	0,1053***	-0,0191	-0,0013	1

Notas:

1. As variáveis seguem as definições da Tabela 5.4.
2. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

As correlações entre o custo do financiamento (*CFIM*) e a variável qualidade da informação financeira (*QIF*) são negativas e estatisticamente significativas em todos os países com exceção do Reino Unido, país onde não é estatisticamente significativa. Estes resultados sugerem a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira para todos os países, com exceção do Reino Unido, proporcionando evidência preliminar sobre a verificação da primeira hipótese de investigação formulada.

Relativamente às correlações entre as variáveis independentes, os valores mais elevados respeitam à correlação entre as variáveis *END* e *LIQ* que são de -0,4375 no Reino Unido, -0,4438 na Alemanha, -0,5294 em França, -0,4592 em Espanha e -0,2370 em Portugal, o que resulta da relação natural existente entre estes dois indicadores. Previamente à regressão do modelo, testou-se a presença de multicolinearidade entre as variáveis através do Fator de Inflação de Tolerância (e.g. Gujarati, 2004) que apresenta valores muito inferiores ao valor considerado crítico, permitindo concluir pela não existência de multicolinearidade entre as variáveis independentes, em todas as amostras.

Na secção seguinte apresentam-se os resultados da análise à relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira.

5.6 Resultados

5.6.1 Análise univariada

De modo idêntico ao realizado no Capítulo 4, a relação entre custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira é primeiramente abordada através da análise das médias e medianas da variável custo do financiamento (*CFIM*) ao longo dos vários quartis da variável qualidade da informação financeira (*QIF*). Com o objetivo de testar se a dimensão da empresa influencia aquela relação, a análise é realizada para a totalidade da amostra de cada país e ainda em duas subamostras definidas em função da mediana do total

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

do ativo de cada país. A amostra e subamostras foram divididas em função da qualidade da informação financeira (*QIF*), onde Q4 representa o quartil de melhor qualidade e Q1 representa o quartil de pior qualidade. Para cada grupo de dimensão foram calculadas as médias e medianas do custo do financiamento (*CFIN*) por quartil de *QIF*. A diferença em pontos base entre o *CFIN* no quartil de pior qualidade e no quartil de melhor qualidade é apresentada na linha Q1 – Q4. Os resultados são apresentados na Tabela 5.6.

Uma análise à Tabela 5.6. permite observar que, com exceção do Reino Unido, quando se analisam as amostras em termos globais, as empresas situadas no quartil de pior qualidade da informação financeira (Q1) suportam, em média, um custo do financiamento superior ao que é suportado pelas empresas situadas no quartil de melhor qualidade (Q4), o que parece confirmar a primeira hipótese de investigação relativamente a todos os países, excluído o Reino Unido. Estas diferenças são de 120 pontos percentuais na Alemanha, 66 pontos percentuais em França, 75 pontos percentuais em Espanha e 108 pontos percentuais em Portugal (veja-se a “Diferença Q1-Q4”). As diferenças apontadas apenas são corroboradas por diferenças também positivas e estatisticamente significativas das correspondentes medianas, na Alemanha e em Espanha, o que sugere que o efeito detetado em Portugal e em França se pode dever à existência de observações extremas.

Contrariamente ao esperado, no Reino Unido a mediana do custo do financiamento das empresas situadas no quartil de pior qualidade da informação financeira é inferior ao custo do financiamento das empresas situadas no quartil de melhor qualidade da informação financeira, o que sugere a existência de uma relação positiva entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira, relação esta que não foi documentada ainda em nenhum estudo anterior.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

Tabela 5.6 – Custo do financiamento bancário (em %) por grupos de dimensão e por quartis de qualidade da informação financeira, por país

<i>Reino Unido</i>						
Quartil de <i>QIF</i>	Grupos de dimensão				Totalidade da amostra	
	Total do ativo abaixo da mediana		Total do ativo acima da mediana		Média	Mediana
	Média	Mediana	Média	Mediana		
Q4 (melhor qualidade)	6,00	5,24	4,91	4,53	5,43	4,85
Q3	6,01	5,28	4,81	4,22	5,39	4,73
Q2	5,78	4,99	5,07	4,07	5,45	4,54
Q1 (pior qualidade)	5,64	4,53	5,16	3,91	5,42	4,22
Diferença em pb entre Q1 – Q4	-36	-71***	25	-62**	-1	-63***

<i>Alemanha</i>						
Quartil de <i>QIF</i>	Grupos de dimensão				Totalidade da amostra	
	Total do ativo abaixo da mediana		Total do ativo acima da mediana		Média	Mediana
	Média	Mediana	Média	Mediana		
Q4 (melhor qualidade)	8,43	6,90	7,47	6,25	7,88	6,51
Q3	8,30	7,19	7,86	6,41	8,12	6,77
Q2	8,23	6,85	8,39	6,97	8,26	6,87
Q1 (pior qualidade)	8,78	7,31	9,22	7,07	9,08	7,27
Diferença em pb entre Q1 – Q4	35	41	175***	82***	120***	76***

<i>França</i>						
Quartil de <i>QIF</i>	Grupos de dimensão				Totalidade da amostra	
	Total do ativo abaixo da mediana		Total do ativo acima da mediana		Média	Mediana
	Média	Mediana	Média	Mediana		
Q4 (melhor qualidade)	10,38	7,78	8,64	6,60	9,51	7,18
Q3	10,29	7,58	8,79	6,55	9,58	6,99
Q2	10,19	7,56	9,00	6,59	9,61	7,05
Q1 (pior qualidade)	10,69	7,42	9,72	6,77	10,17	7,06
Diferença em pb entre Q1 – Q4	31	-36	108***	17**	66***	-12

(continua na página seguinte)

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

<i>Espanha</i>						
Quartil de <i>QIF</i>	Grupos de dimensão				Totalidade da amostra	
	Total do ativo abaixo da mediana		Total do ativo acima da mediana		Média	Mediana
	Média	Mediana	Média	Mediana		
Q4 (melhor qualidade)	6,25	5,26	5,78	5,08	6,04	5,15
Q3	6,36	5,25	5,63	4,92	5,97	5,07
Q2	6,59	5,28	5,83	5,01	6,21	5,12
Q1 (pior qualidade)	7,11	5,34	6,48	5,07	6,79	5,20
Diferença em pb entre Q1 – Q4	86***	8**	70***	-1	75***	5***

<i>Portugal</i>						
Quartil de <i>QIF</i>	Grupos de dimensão				Totalidade da amostra	
	Total do ativo abaixo da mediana		Total do ativo acima da mediana		Média	Mediana
	Média	Mediana	Média	Mediana		
Q4 (melhor qualidade)	11,39	8,84	9,35	7,52	10,34	8,07
Q3	11,03	8,57	9,30	7,17	10,10	7,79
Q2	11,51	8,97	9,73	7,57	10,81	8,47
Q1 (pior qualidade)	12,34	9,15	10,69	7,61	11,42	8,29
Diferença em pb entre Q1 – Q4	95*	31	134***	9	108***	22

Notas:

1. Q4 é o quartil de melhor qualidade da informação financeira e Q1 é o quartil de pior qualidade da informação financeira.
2. A “Diferença Q1-Q4” traduz, em pontos base, a diferença entre a média (ou mediana) do custo do financiamento no quartil de pior qualidade e no quartil de melhor qualidade da informação financeira. A diferença entre as médias foi testada através do teste *t* e a diferença entre as medianas foi testada através do teste de *Wilcoxon*.
3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

A análise por grupos de dimensão demonstra que a Alemanha e a França são os únicos países onde a diferença Q1-Q4 apenas é estatisticamente significativa no grupo de maior dimensão, sugerindo que nestes países a relação negativa entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira apenas se observará nas empresas de maior dimensão, tal como constataram Gill de Albornoz Nogueer e Illueca (2007). Contrariamente ao que seria de esperar, este efeito não é observado na amostra relativa a Espanha.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

A evidência aqui apresentada parece não confirmar a segunda hipótese de investigação, uma vez que sugere a existência de diferenças na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, entre Portugal e alguns dos países analisados. Em Portugal e Espanha parece existir uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira para todas as empresas, independentemente da sua dimensão. No Reino Unido a relação observada, quer na totalidade da amostra, quer nas duas subamostras definidas em função da dimensão, é positiva, ou seja, diferente da prevista. Na Alemanha e em França a relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira parece apenas observar-se nas empresas de maior dimensão.

Na subsecção seguinte, apresentam-se os resultados da análise multivariada à relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, no sentido de aferir se a relação identificada se mantém quando se controlam outros fatores suscetíveis de influenciar o custo do financiamento bancário.

5.6.2 Análise multivariada

A primeira hipótese de investigação formulada neste estudo antecipa que o custo do financiamento bancário (*CFIM*) está negativamente relacionado com a qualidade da informação financeira (*QIF*), independentemente da dimensão da empresa. Na Tabela 5.7 apresentam-se os resultados da estimação do modelo 5.1 para a totalidade da amostra de cada país, sendo a análise do efeito da dimensão da empresa na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, apresentada adiante.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

Tabela 5.7 – Custo do financiamento bancário e qualidade da informação financeira, por país

	Sinal esperado	Reino Unido	Alemanha	França	Espanha	Portugal
		Coefficiente (estat. t)	Coefficiente (estat. t)	Coefficiente (estat. t)	Coefficiente (estat. t)	Coefficiente (estat. t)
<i>Const.</i>	?	0,0797*** (9,98)	0,1181*** (7,19)	0,1936*** (19,90)	0,1087*** (15,20)	0,2401*** (9,10)
<i>QIF</i>	-	-0,0119 (-0,76)	-0,0968** (-2,53)	-0,1757*** (-6,89)	-0,1222*** (-7,71)	-0,1637*** (-2,88)
<i>CJ</i>	-	-0,0004*** (-21,16)	-0,0005*** (-6,47)	-0,0009*** (-26,79)	-0,0005*** (-17,63)	-0,0017*** (-6,27)
<i>LIQ</i>	-	0,0027 (1,57)	-0,0070*** (-6,89)	-0,0073*** (-5,81)	-0,0041*** (-6,17)	-0,0150*** (-9,44)
<i>TANG</i>	-	0,0107*** (3,08)	-0,0476*** (-7,47)	0,0058 (0,93)	-0,0240*** (-7,92)	-0,0695*** (-7,11)
<i>END</i>	+	-0,0083* (-1,86)	-0,0076 (-0,81)	-0,0012 (-0,19)	-0,0321*** (-8,13)	-0,0803*** (-4,79)
<i>DIM</i>	-	-0,0029*** (-4,94)	-0,0018 (-1,51)	-0,0081*** (-10,51)	-0,0022*** (-3,45)	-0,0057** (-2,39)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N		9.900	2.864	26.335	24.266	4.931
R ² Ajustado		9,79%	9,69%	10,53%	6,30%	9,44%
Estatística F		29,04***	10,25***	77,46***	41,83***	15,59***

Modelo 5.1:

$$CFIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 QIF_{i,t-1} + \beta_2 CJ_{i,t-1} + \beta_3 LIQ_{i,t-1} + \beta_4 TANG_{i,t-1} + \beta_5 END_{i,t-1} + \beta_6 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=10}^{96} \beta_k SETOR_k + \sum_{n=2004}^{2009} \beta_n ANO_n + \varepsilon_{i,t}$$

Notas:

1. *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotômicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. *i* e *t* são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições constantes da Tabela 5.4.
2. O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. O teste de *White* levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos para todas as amostras. O teste de *Breusch–Godfrey* levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos para todas as amostras. Para obter uma estimação robusta à heterocedasticidade e à dependência dos resíduos seguiu-se o procedimento proposto por Petersen (2009). Entre parênteses apresenta-se a estatística *t* baseada no desvio-padrão corrigido através do procedimento descrito.
3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

A estatística F demonstra que o teste realizado para a totalidade da amostra de cada país é globalmente significativo. Contudo, a dimensão do R^2 ajustado é modesta, em consonância com o que se constatou no Capítulo 4 e também em estudos anteriores (e.g. Aldamen e Duncan, 2013).

O coeficiente da variável QIF é negativo e estatisticamente significativo em todos os países analisados, com exceção do Reino Unido, indicando que o custo do financiamento está negativamente relacionado com a qualidade da informação financeira em todos os países, exceto naquele.

No que respeita às variáveis de controlo, os coeficientes estatisticamente significativos apresentam os sinais esperados, excetuando-se os seguintes casos: a variável tangibilidade dos ativos ($TANG$) no Reino Unido e a variável endividamento (END) no Reino Unido, em Espanha e em Portugal. No Reino Unido, o coeficiente positivo e estatisticamente significativo da variável $TANG$ indica que as empresas com mais ativos fixos tangíveis tendem a suportar um maior custo do financiamento bancário. Tal pode dever-se ao facto de, neste país, ser frequente a aquisição de ativos tangíveis com recurso a formas de financiamento onde o próprio ativo serve de garantia, designados de “*asset based lending*” (ICAEW, 2010). Esta forma de financiamento tende a envolver custos elevados e, como tal, as empresas com mais ativos tangíveis suportarão um maior custo do financiamento. Para corroborar esta explicação, apresenta-se na Tabela 5.8 as médias e medianas do $CFIN$ por quartis do rácio $TANG$, onde se pode observar que o custo do financiamento aumenta à medida que se passa do quartil de menor rácio de $TANG$ (Q1) para o quartil de maior rácio de $TANG$ (Q4).

O coeficiente negativo e estatisticamente significativo da variável END no Reino Unido, em Espanha e em Portugal, sugere, contrariamente ao esperado, que quanto maior for o endividamento, menor é o custo do financiamento.

Tabela 5.8 – Custo do financiamento bancário por quartis do rácio de tangibilidade dos ativos, no Reino Unido

	Média	Mediana
Q1 (menor TANG)	4,69	3,46
Q2	5,53	4,35
Q3	5,84	4,79
Q4 (maior TANG)	5,64	5,28
Diferença em pb entre Q4 - Q1	95***	182***

Notas:

1. Q1 é o quartil com os menores valores de *TANG* e Q4 é o quartil com maiores valores de *TANG*.
2. A “Diferença Q4-Q1” traduz, em pontos base, a diferença entre a média (ou mediana) do custo do financiamento (em %) no quartil de maiores valores e no quartil de menores valores de *TANG*. A diferença entre as médias foi testada através do teste *t* e a diferença entre as medianas foi testada através do teste de *Wilcoxon*.
3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

No Capítulo 4 apresentaram-se três explicações para o sinal negativo da variável *END*. No caso do Reino Unido, tal como referem Francis et al. (2005a), a causa daquele sinal parece ser explicada pela forma como as variáveis são calculadas: o *CFIN* inclui no denominador o passivo financeiro e este, por sua vez, faz parte do numerador do *END*. Tal como aqueles autores sugerem, procedeu-se à eliminação de 5% das observações nas caudas esquerda e direita da distribuição da variável *CFIN*, constatando-se que o coeficiente da variável *END* deixa de ser estatisticamente significativo. O resultado desta análise é apresentado na Tabela 5.9. No caso de Espanha e Portugal, após este procedimento o coeficiente da variável *END* mantém-se negativo e estatisticamente significativo. Assim, à semelhança do que foi realizado no Capítulo 4, testa-se se esse sinal pode ser consequência do facto do aumento do endividamento, quando acompanhado da prestação de garantias, não envolver um aumento do risco de incumprimento. Para tal introduziu-se no modelo 5.1 uma variável de interação entre o rácio de *TANG* e o *END* ($TANG * END$), dando origem ao modelo 5.3 a seguir representado.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

$$CFIN_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 QIF_{i,t-1} + \theta_2 CJ_{i,t-1} + \theta_3 LIQ_{i,t-1} + \theta_4 TANG_{i,t-1} + \theta_5 END_{i,t-1} + \theta_6 TANG_{i,t-1} * END_{i,t-1} + \theta_7 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=10}^{96} \theta_k SETOR_k + \sum_{n=2004}^{2009} \theta_n ANO_n + \varepsilon_{i,t} \quad [5.3]$$

O modelo 5.3 foi estimado para as amostras de Espanha e Portugal. O resultado desta análise é também apresentado na Tabela 5.9, onde se pode observar que o coeficiente da variável $TANG*END$ é negativo e estatisticamente significativo. Tal como se constatou no Capítulo 4, este resultado sugere que o aumento do endividamento, quando acompanhado da prestação de garantias, pode traduzir uma diminuição do risco do incumprimento da empresa e, conseqüentemente, originar uma diminuição do custo do financiamento bancário.

Tabela 5.9 – Efeito do endividamento no custo do financiamento bancário, no Reino Unido, Espanha e Portugal

	Sinal esperado	Reino Unido	Espanha	Portugal
		Modelo 5.1	Modelo 5.3	
		Coefficiente (estat. t)	Coefficiente (estat. t)	Coefficiente (estat. t)
<i>Constante</i>	?	0,0689*** (15,16)	0,1137*** (14,88)	0,2408*** (8,15)
<i>QIF</i>	-	0,0093 (1,02)	-0,1211*** (-7,66)	-0,1636*** (-2,87)
<i>CJ</i>	-	-0,0003*** (-23,73)	-0,0005*** (-17,63)	-0,0017*** (-6,28)
<i>LIQ</i>	-	0,0018 (1,37)	-0,0043*** (-6,41)	-0,0150*** (-9,42)
<i>TANG</i>	-	0,0169*** (7,81)	-0,0131 (-1,11)	-0,0224 (-1,62)
<i>END</i>	+	-0,0024 (-0,92)	-0,0195 (-0,73)	-0,0313 (-0,39)
<i>TANG*END</i>	-	-	-0,0385** (-2,17)	-0,0565** (-2,09)
<i>DIM</i>	-	-0,0025*** (-7,96)	-0,0021*** (-3,41)	-0,0056** (-2,38)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim	Sim	Sim
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim	Sim	Sim
N		8.910	24.266	4.931
R ² Ajustado		16,89%	6,33%	9,44%
Estatística F		48,97***	40,99***	15,13***

(continua na página seguinte)

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

Modelo 5.1:

$$CFIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 QIF_{i,t-1} + \beta_2 CJ_{i,t-1} + \beta_3 LIQ_{i,t-1} + \beta_4 TANG_{i,t-1} + \beta_5 END_{i,t-1} + \beta_6 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=10}^{96} \beta_7 SETOR_k + \sum_{n=2004}^{2009} \beta_8 ANO_n + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo 5.3:

$$CFIN_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 QIF_{i,t-1} + \theta_2 CJ_{i,t-1} + \theta_3 LIQ_{i,t-1} + \theta_4 TANG_{i,t-1} + \theta_5 END_{i,t-1} + \theta_6 TANG_{i,t-1} * END_{i,t-1} + \theta_7 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=10}^{96} \theta_8 SETOR_k + \sum_{n=2004}^{2009} \theta_9 ANO_n + \varepsilon_{i,t}$$

Notas:

1. *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotômicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. *i* e *t* são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições constantes da Tabela 5.4.
2. Os modelos foram estimados pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. O teste de *White* levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos para ambos os modelos. O teste de *Breusch–Godfrey* levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos para ambos os modelos. Entre parênteses apresenta-se a estatística *t* baseada no desvio-padrão corrigido através do procedimento sugerido por Petersen (2009).
3. A amostra relativa ao Reino Unido contempla, nesta análise, um menor número de observações uma vez que os resultados apresentados correspondem à eliminação de 5% das observações nas caudas esquerda e direita da variável *CFIN*.
4. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Relembra-se que a primeira hipótese prevê que o custo do financiamento (*CFIN*) está negativamente relacionado com a qualidade da informação financeira (*QIF*), independentemente da dimensão da empresa. Para testar o efeito da dimensão da empresa na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, procedeu-se de forma semelhante ao realizado no Capítulo 4. Deste modo, estimou-se o modelo 5.1 nas duas subamostras definidas em função da mediana do total do ativo de cada país e incorporou-se no modelo 5.1 uma variável dicotómica identificativa da subamostra (*DDIM*) e a variável de interação *DDIM * QIF*, dando origem ao modelo 5.4 a seguir representado.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

$$\begin{aligned}
 CFIN_{i,t} = & \lambda_0 + \lambda_1 DDIM_{i,t-1} + \lambda_2 QIF_{i,t-1} + \lambda_3 DDIM_{i,t-1} * QIF_{i,t-1} + \lambda_4 CJ_{i,t-1} + \lambda_5 LIQ_{i,t-1} \\
 & + \lambda_6 TANG_{i,t-1} + \lambda_7 END_{i,t-1} + \lambda_8 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=10}^{96} \lambda_9 SETOR_k + \sum_{n=2004}^{2009} \lambda_{10} ANO_n \\
 & + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{5.4}$$

A variável *DDIM* é uma variável dicotômica que assume o valor 1 quando a observação pertence à subamostra de empresas com o total do ativo acima da mediana e assume o valor 0 se o contrário. As restantes variáveis seguem as mesmas definições apresentadas no modelo 5.1. Os resultados da estimação do modelo 5.4 são apresentados na Tabela 5.10. Por questões de parcimónia, apenas se indicam os coeficientes das variáveis *DDIM*, *QIF* e *DDIM * QIF*.

A análise dos resultados apresentados na Tabela 5.10, relativos à estimação do modelo 5.1 nas duas subamostras definidas em função da dimensão, permite constatar que em todos os países, com exceção do Reino Unido, o coeficiente da variável *QIF* é negativo e estatisticamente significativo. Este resultado indica a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira, quer nas empresas de maior dimensão, quer nas empresas de menor dimensão. Na estimação do modelo 5.4 o coeficiente da variável *DDIM*QIF* não é estatisticamente significativo em nenhum dos países, sugerindo que o efeito da *QIF* no *CFIN* não é estatisticamente diferente entre empresas de maior e de menor dimensão. A significância estatística do coeficiente da variável *QIF* nas empresas de maior dimensão ($\lambda_2 + \lambda_3$) foi testada através do teste de *Wald* e permitiu concluir que o mesmo é significativo, a menos de 5%, em todos os países, excetuando o Reino Unido. A diferença entre os coeficientes da variável *QIF* nas empresas de maior ($\lambda_2 + \lambda_3$) e de menor (λ_2) dimensão, também testada através do teste de *Wald*, confirma que a mesma não é estatisticamente significativa, para nenhum dos países analisados.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

Tabela 5.10 – Efeito da dimensão na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, por país

<i>Reino Unido</i>				
	Sinal esperado	Modelo 5.1		Modelo 5.4
		Total do ativo abaixo da mediana	Total do ativo acima da mediana	Totalidade da amostra
		Coef. (estat. t)	Coef. (estat. t)	Coef. (estat. t)
<i>DDIM</i>	-	-	-	-0,0051** (-2,32)
<i>QIF</i>	-	0,0163 (0,73)	-0,0402 (-1,29)	0,0121 (0,54)
<i>DDIM*QIF</i>	-	-	-	-0,0488 (-1,51)
N		4.950	4.950	9.900
R ² Ajustado		11,33%	8,71%	9,89%
Estatística F		17,10***	12,78***	27,76***
<i>Alemanha</i>				
	Sinal esperado	Modelo 5.1		Modelo 5.4
		Total do ativo abaixo da mediana	Total do ativo acima da mediana	Totalidade da amostra
		Coef. (estat. t)	Coef. (estat. t)	Coef. (estat. t)
<i>DDIM</i>	-	-	-	0,0029 (0,72)
<i>QIF</i>	-	-0,0836** (-2,31)	-0,1093** (-2,11)	-0,0811** (-2,07)
<i>DDIM*QIF</i>	-	-	-	-0,0349 (-0,60)
N		1.432	1.432	2.864
R ² Ajustado		11,27%	10,11%	9,75%
Estatística F		6,08***	5,38***	9,68***
<i>França</i>				
	Sinal esperado	Modelo 5.1		Modelo 5.4
		Total do ativo abaixo da mediana	Total do ativo acima da mediana	Totalidade da amostra
		Coef. (estat. t)	Coef. (estat. t)	Coef. (estat. t)
<i>DDIM</i>	-	-	-	-0,0087*** (-3,62)
<i>QIF</i>	-	-0,1246*** (-3,81)	-0,2274*** (-6,16)	-0,1475*** (-4,56)
<i>DDIM*QIF</i>	-	-	-	-0,0535 (-1,10)
N		13.168	13.167	26.335
R ² Ajustado		13,17%	9,10%	10,61%
Estatística F		49,97***	32,94***	74,44***

(continua na página seguinte)

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

<i>Espanha</i>				
	Sinal esperado	Modelo 5.1		Modelo 5.4
		Total do ativo abaixo da mediana	Total do ativo acima da mediana	Totalidade da amostra
		Coef. (estat. t)	Coef. (estat. t)	Coef. (estat. t)
<i>DDIM</i>	-	-	-	-0,0030** (-1,98)
<i>QIF</i>	-	-0,1317*** (-5,53)	-0,1009*** (-5,33)	-0,1377*** (-5,59)
<i>DDIM*QIF</i>	-	-	-	0,0289 (0,95)
N		12.133	12.133	24.266
R ² Ajustado		7,94%	6,78%	6,36%
Estatística F		26,86***	22,64***	40,21***
<i>Portugal</i>				
	Sinal esperado	Modelo 5.1		Modelo 5.4
		Total do ativo abaixo da mediana	Total do ativo acima da mediana	Totalidade da amostra
		Coef. (estat. t)	Coef. (estat. t)	Coef. (estat. t)
<i>DDIM</i>	-	-	-	-0,0078 (-1,19)
<i>QIF</i>	-	-0,1774** (-2,23)	-0,1464** (-1,98)	-0,1740** (-2,18)
<i>DDIM*QIF</i>	-	-	-	0,0237 (0,23)
N		2.466	2.465	4.931
R ² Ajustado		8,41%	12,69%	9,53%
Estatística F		6,87***	10,87***	14,86***

Modelo 5.1:

$$CFIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 QIF_{i,t-1} + \beta_2 CJ_{i,t-1} + \beta_3 LIQ_{i,t-1} + \beta_4 TANG_{i,t-1} + \beta_5 END_{i,t-1} + \beta_6 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=10}^{96} \beta_1 SETOR_k + \sum_{n=2004}^{2009} \beta_j ANO_n + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo 5.4:

$$CFIN_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 DDIM_{i,t-1} + \lambda_2 QIF_{i,t-1} + \lambda_3 DDIM_{i,t-1} * QIF_{i,t-1} + \lambda_4 CJ_{i,t-1} + \lambda_5 LIQ_{i,t-1} + \lambda_6 TANG_{i,t-1} + \lambda_7 END_{i,t-1} + \lambda_8 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=10}^{96} \lambda_1 SETOR_k + \sum_{n=2004}^{2009} \lambda_j ANO_n + \varepsilon_{i,t}$$

Notas:

1. *DDIM* é uma variável dicotómica que assume o valor 1 quando o total do ativo está acima da mediana e assume o valor 0 quando o contrário. As restantes variáveis seguem as definições constantes da Tabela 5.4. Por questões de parcimónia não se apresentam os coeficientes das restantes variáveis dos modelos.

2. Os modelos foram estimados pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. O teste de *White* levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos para ambos os modelos e em todas as amostras. O teste de *Breusch-Godfrey* levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos para ambos os modelos e em todas as amostras. Entre parênteses apresenta-se a estatística *t* baseada no desvio-padrão corrigido através do procedimento sugerido por Petersen (2009).

3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

A variável *DDIM* apresenta um sinal negativo e estatisticamente significativo em todos os países, com exceção da Alemanha e de Portugal onde o mesmo não é estatisticamente significativo. O sinal negativo desta variável indica que as empresas de maior dimensão têm, em média, um menor custo do financiamento, o que é consistente com a relação entre *DIM* e *CFIN*.

A evidência obtida sugere que, nos países analisados, a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira não está condicionada pela dimensão da empresa. O resultado aqui obtido para Espanha é diferente do que haviam encontrado Gill de Albornoz Nogueer e Illueca (2007) que também analisaram uma amostra de empresas espanholas. Estes autores constataram que a qualidade da informação financeira apenas influenciava o custo do financiamento das empresas com um ativo superior a 20M€, sendo a amostra por eles analisada formada por 47.758 observações, cuja média do ativo era de 61,7M€ de euros e a respetiva mediana de 8,3M€. Na amostra de empresas espanholas analisada no presente estudo a média do total do ativo é de 38,5M€ e a mediana é de 16,1M€, o que indicia uma menor variabilidade da amostra em termos de dimensão. A comparação do desvio-padrão do total do ativo das empresas aqui analisadas, com as empresas analisadas no estudo espanhol, permite concluir que neste estudo existe uma menor variabilidade em termos de dimensão, o que pode justificar a não observância de diferenças na relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira, em função da dimensão da empresa⁴⁹.

A segunda hipótese de investigação prevê que o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário das empresas

⁴⁹ No estudo de Gill de Albornoz Nogueer e Illueca (2007) o desvio-padrão do total do ativo das empresas analisadas era de 1.029,08M€ e nos países analisados neste estudo é de: 1.581,84M€ para o Reino Unido; 139,77M€ para a Alemanha; 428,68M€ para a França; 169,61M€ para Espanha e 80,27M€ para Portugal.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

portuguesas, não é distinto do verificado nos restantes países. Para testar esta hipótese estimou-se o modelo 5.2, já apresentado.

Tabela 5.11 – Custo do financiamento bancário e qualidade da informação financeira: comparação entre Portugal e os restantes países

	Sinal esperado	Coeficiente (p-value)	
<i>Constante</i>	?	Reino Unido	0,1464*** (0,0000)
		Alemanha	0,1685*** (0,0000)
		França	0,1746*** (0,0000)
		Espanha	0,1413*** (0,0000)
		Portugal	0,1834*** (0,0000)
<i>QIF</i>	-	Reino Unido	0,0088 (0,6077)
		Alemanha	-0,1292*** (0,0012)
		França	-0,1695*** (0,0000)
		Espanha	-0,1320*** (0,0000)
		Portugal	-0,1927*** (0,0009)
<i>CJ</i>	-		-0,0007*** (0,0000)
<i>LIQ</i>	-		-0,0045*** (0,0000)
<i>TANG</i>	-		-0,0208*** (0,0000)
<i>END</i>	+		-0,0185*** (0,0000)
<i>DIM</i>	-		-0,0050*** (0,0000)
<i>Variáveis ano</i>	?		Sim
<i>Variáveis setor</i>	?		Sim
N			68.296
R ² Ajustado			11,74%
Estadística F			412,97***

(continua na página seguinte)

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

Modelo 5.2:

$$CFIN_{i,t} = \tau_0 + \tau_1 DES_i + \tau_2 DFR_i + \tau_3 DAL_i + \tau_4 DRU_i + \tau_5 QIF_{i,t-1} + \tau_6 DES_i * QIF_{i,t-1} + \tau_7 DFR_i * QIF_{i,t-1} + \tau_8 DAL_i * QIF_{i,t-1} + \tau_9 DRU_i * QIF_{i,t-1} + \tau_{10} CJ_{i,t-1} + \tau_{11} LIQ_{i,t-1} + \tau_{12} TANG_{i,t-1} + \tau_{13} END_{i,t-1} + \tau_{14} DIM_{i,t-1} + \sum_{k=10}^{96} \tau_k SETOR_k + \sum_{n=2004}^{2009} \tau_n ANO_n + \varepsilon_{i,t}$$

Notas:

1. *DES* é uma variável dicotómica que assume o valor 1 quando a observação pertence a Espanha e 0 se o contrário, *DFR* é uma variável dicotómica que assume o valor 1 quando a observação pertence a França e 0 se o contrário, *DAL* é uma variável dicotómica que assume o valor 1 quando a observação pertence à Alemanha e 0 se o contrário, *DRU* é uma variável dicotómica que assume o valor 1 quando a observação pertence ao Reino Unido e 0 se o contrário. *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. *i* e *t* são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições constantes da Tabela 5.4.
2. O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. O teste de *White* levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos para todas as amostras. O teste de *Breusch–Godfrey* levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos para todas as amostras. Entre parênteses apresenta-se o *p-value* obtido com base no desvio-padrão corrigido através do procedimento sugerido por Petersen (2009).
3. A constante e o coeficiente da variável *QIF* relativos a Portugal são dados, respetivamente, por τ_0 e τ_5 . A significância estatística da constante para Espanha ($\tau_0 + \tau_1$), França ($\tau_0 + \tau_2$), Alemanha ($\tau_0 + \tau_3$) e Reino Unido ($\tau_0 + \tau_4$) e do coeficiente da variável *QIF* para Espanha ($\tau_5 + \tau_6$), França ($\tau_5 + \tau_7$), Alemanha ($\tau_5 + \tau_8$) e Reino Unido ($\tau_5 + \tau_9$) foi avaliada com base no teste de *Wald*, sendo apresentado o respetivo *p-value*.
4. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Os resultados da estimação do modelo 5.2, apresentados na Tabela 5.11, evidenciam um coeficiente negativo, e estatisticamente significativo, para a variável *QIF* em todos os países da amostra, com exceção do Reino Unido, corroborando a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira naqueles países.

A diferença entre o coeficiente da variável *QIF* em Portugal e o coeficiente dessa variável nos restantes países foi avaliado com base no teste de *Wald*, que permitiu concluir que não existem diferenças estatisticamente significativas no efeito da *QIF* no custo do financiamento entre Portugal e os vários países

analisados, com exceção do Reino Unido onde a diferença é estatisticamente significativa a menos de 1%. O coeficiente da variável *QIF* para cada um dos países analisados indica que, quando esta diminui 1%, o *CFIN* aumenta, em média, 0,13 pontos percentuais na Alemanha, 0,17 pontos percentuais na França, 0,13 pontos percentuais em Espanha e 0,19 pontos percentuais em Portugal.

Considerando que a segunda hipótese de investigação prevê que o impacto da qualidade da informação no custo do financiamento bancário das empresas portuguesas não é distinto do verificado nos restantes países analisados, pode afirmar-se que a mesma é confirmada relativamente a todos os países, com exceção do Reino Unido.

Na subsecção seguinte apresentam-se os resultados da análise de sensibilidade.

5.6.3 Análise de sensibilidade

Nesta subsecção procede-se a um conjunto de testes que seguem de perto os realizados no Capítulo 4, com exceção da análise do efeito da auditoria, que não é aqui realizada pelo facto da proporção de observações com auditor e sem auditor ser muito díspar entre países.

Efeito do endividamento na relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira

No sentido de aferir se a relação não linear entre a *QIF* e o *END*, documentada em estudos anteriores (Martins e Moreira, 2009; Ghosh e Moon, 2010; Valipour e Moradbeygi, 2011), pode condicionar a relação entre o *CFIN* e a *QIF*, procede-se de modo idêntico ao realizado no Capítulo 4. Para tal, inclui-se no modelo 5.1 uma variável dicotómica (*DEND*) que assume o valor 1 se a observação se encontra abaixo da mediana do *END* e assume o valor zero se o contrário, e uma variável de interação entre aquela variável e a qualidade da

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

informação financeira ($DEND*QIF$), dando origem ao modelo 5.5 a seguir representado.

$$CFIN_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 DEND_{i,t-1} + \gamma_2 QIF_{i,t-1} + \gamma_3 DEND_{i,t-1} * QIF_{i,t-1} + \gamma_4 CJ_{i,t-1} + \gamma_5 LIQ_{i,t-1} + \gamma_6 TANG_{i,t-1} + \gamma_7 END_{i,t-1} + \gamma_8 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=10}^{96} \gamma_1 SETOR_k + \sum_{n=2004}^{2009} \gamma_j ANO_n + \varepsilon_{i,t} \quad [5.5]$$

Para a variável $DEND$ é esperado um coeficiente negativo indicando que, em termos médios, as empresas menos endividadas suportam um menor custo do financiamento bancário, o que é consistente com o sinal esperado para o coeficiente da variável END . O efeito do END na relação entre o $CFIN$ e a QIF é desconhecido pelo que não se estabelece qualquer previsão para o sinal da variável $DEND*QIF$.

Os resultados da estimação do modelo 5.5 são apresentados na Tabela 5.12, onde se pode observar que a variável $DEND$ evidencia um coeficiente negativo e estatisticamente significativo para para todos os países, com exceção do Reino Unido, onde o mesmo não é estatisticamente significativo. O sinal negativo do coeficiente da variável $DEND$ indica que, tal como esperado, em média as empresas menos endividadas suportam um menor custo do financiamento.

O coeficiente estatisticamente significativo da variável QIF indica que, para todos os países, exceto o Reino Unido, existe uma relação negativa entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira nas empresas mais endividadas. A significância estatística do coeficiente da variável QIF nas empresas menos endividadas, dado por $(\gamma_2 + \gamma_3)$, foi testada através do teste de *Wald* e permitiu concluir que o mesmo é estatisticamente significativo, a menos de 1%, em todos os países exceto no Reino Unido, país onde não é estatisticamente significativo.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

Tabela 5.12 – Efeito do endividamento na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, por país

	Sinal esperado	Reino Unido	Alemanha	França	Espanha	Portugal
<i>Const.</i>	?	0,0815*** (8,84)	0,1405*** (7,39)	0,2146*** (19,02)	0,1232*** (15,65)	0,2740*** (9,54)
<i>DEND</i>	-	-0,0018 (-0,85)	-0,0084* (-1,94)	-0,0087** (-2,51)	-0,0059** (-2,43)	-0,0176** (-2,05)
<i>QIF</i>	-	0,0047 (0,21)	-0,1093** (-2,00)	-0,1657*** (-4,38)	-0,1258*** (-5,81)	-0,1532*** (-2,77)
<i>DEND*QIF</i>	?	-0,0359 (-1,15)	0,0382 (0,55)	-0,0233 (-0,48)	0,0055 (0,17)	-0,0052 (-0,23)
<i>CJ</i>	-	-0,0004*** (-21,25)	-0,0005*** (-6,60)	-0,0009*** (-26,77)	-0,0005*** (-17,54)	-0,0017*** (-6,24)
<i>LIQ</i>	-	0,0027 (1,50)	-0,0071*** (-7,02)	-0,0079*** (-6,17)	-0,0045*** (-6,89)	-0,0153*** (-9,62)
<i>TANG</i>	-	0,0108*** (3,11)	-0,0472*** (-7,41)	0,0059 (0,95)	-0,0243*** (-8,05)	-0,0691*** (-7,08)
<i>END</i>	+	-0,0096 (-1,53)	-0,0094 (-1,04)	-0,0032 (-0,40)	-0,0474*** (-8,05)	-0,1158*** (-5,44)
<i>DIM</i>	-	-0,0029*** (-4,95)	-0,0018 (-1,53)	-0,0082*** (-10,56)	-0,0022*** (-3,55)	-0,0057** (-2,37)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N		9.900	2.864	26.335	24.266	4.931
R ² Ajustado		9,80%	9,94%	10,60%	6,41%	9,69%
Estatística F		27,60***	9,89***	74,37***	40,50***	15,12***

Modelo 5.5:

$$CFIN_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 DEND_{i,t-1} + \gamma_2 QIF_{i,t-1} + \gamma_3 DEND_{i,t-1} * QIF_{i,t-1} + \gamma_4 CJ_{i,t-1} + \gamma_5 LIQ_{i,t-1} + \gamma_6 TANG_{i,t-1} + \gamma_7 END_{i,t-1} + \gamma_8 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=10}^{96} \gamma_1 SETOR_k + \sum_{n=2004}^{2009} \gamma_1 ANO_n + \varepsilon_{i,t}$$

Notas:

1. *DEND* é uma variável dicotómica que assume o valor 1 quando o *END* está abaixo da mediana e assume o valor 0 se o contrário. *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. *i* e *t* são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições constantes da Tabela 5.4.

2. O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. O teste de *White* levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos para todas as amostras. O teste de *Breusch–Godfrey* levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos para todas as amostras. Entre parênteses apresenta-se a estatística *t* baseada no desvio-padrão corrigido através do procedimento sugerido por Petersen (2009).

3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

O coeficiente da variável $DEND*QIF$ não é estatisticamente significativo em nenhum dos países analisados, o que sugere que o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento não é diferente entre empresas mais e menos endividadas. A diferença entre os coeficientes da variável QIF nas empresas mais (γ_2) e menos ($\gamma_2+\gamma_3$) endividadas foi também testada através do teste de *Wald*, que indica que a mesma não é estatisticamente significativa, em nenhum dos países analisados. Os resultados obtidos sugerem que o efeito da QIF no $CFIN$ não é condicionado pelas necessidades de financiamento das empresas, em nenhum dos países analisados.

O tipo de financiamento e a relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira

No sentido de testar se o efeito da qualidade da informação financeira na redução do custo do financiamento pode ser diferente entre empréstimos destinados a financiar investimentos e empréstimos destinados a financiar a tesouraria, tal como documentam Kim et al. (2011b) e Kim et al. (2013), procede-se de modo idêntico ao realizado no Capítulo 4. Uma vez que não se dispõe de informação sobre o destino dos empréstimos utilizados pelas empresas, considera-se que as empresas com maior proporção de ativos fixos tangíveis no total da dívida financeira tenderão a ter mais financiamentos destinados a financiar investimentos. Deste modo, introduz-se no modelo 5.1 a variável dicotómica ($DTIP$) que assume o valor 1 se a observação se encontrar acima da mediana do rácio ativos fixos tangíveis sobre total da dívida financeira e assume o valor zero se o contrário, e ainda uma variável de interação entre esta e a qualidade da informação financeira ($DTIP*QIF$), obtendo-se o modelo 5.6 a seguir representado.

$$CFIN_{i,t} = \sigma_0 + \sigma_1 DTIP_{i,t-1} + \sigma_2 QIF_{i,t-1} + \sigma_3 DTIP_{i,t-1} * QIF_{i,t-1} + \sigma_4 CJ_{i,t-1} + \sigma_5 LIQ_{i,t-1} + \sigma_6 TANG_{i,t-1} + \sigma_7 END_{i,t-1} + \sigma_8 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=10}^{96} \sigma_1 SETOR_k + \sum_{n=2004}^{2009} \sigma_j ANO_n + \varepsilon_{i,t} \quad [5.6]$$

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

Não se formula qualquer expectativa para o sinal do coeficiente da variável *DTIP*. Se o efeito da *QIF* no *CFIN* for superior nos empréstimos destinados a financiar investimentos então o coeficiente da variável *DTIP*QIF* será negativo e estatisticamente significativo. Os resultados da estimação do modelo 5.6 são apresentados na Tabela 5.13.

Uma análise à Tabela 5.13 permite observar que o coeficiente da variável *DTIP* apenas é positivo e estatisticamente significativo para o Reino Unido. Este coeficiente indica que neste país, em termos médios, as empresas com maior proporção de financiamentos destinados a financiar investimentos, suportam um maior custo do financiamento, o que é consistente com a análise realizada ao sinal positivo do coeficiente da variável *TANG*.

Com exceção do Reino Unido, o coeficiente da variável *QIF* é negativo e estatisticamente significativo em todos os países, indicando a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira, nas empresas com uma menor proporção de financiamentos destinados a investimentos. A significância estatística do coeficiente da variável *QIF* nas empresas com maior proporção de financiamentos destinados a investimentos específicos ($\sigma_2 + \sigma_3$) foi testada através do teste de *Wald* que permitiu concluir que o mesmo é significativo a menos de 1% em todos os países.

O coeficiente da variável *DTIP*QIF* apenas é estatisticamente significativo no Reino Unido, o que sugere que apenas neste país existirão diferenças na relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira, em função do tipo de financiamento. A diferença entre o coeficiente da variável *QIF* nas empresas com maior ($\sigma_2 + \sigma_3$) e menor (σ_2) proporção de financiamentos destinados a investimentos, testada através do teste de *Wald*, é estatisticamente significativa a menos de 5% para o Reino Unido, não sendo estatisticamente significativa nos restantes países.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

Tabela 5.13 – Efeito do tipo de financiamento na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, por país

	Sinal esperado	Reino Unido	Alemanha	França	Espanha	Portugal
<i>Const</i>	?	0,0588*** (7,46)	0,1034*** (6,31)	0,1703*** (17,76)	0,0806*** (12,32)	0,2081*** (7,93)
<i>DTIP</i>	?	0,0269*** (9,53)	0,0083 (0,91)	0,0155 (1,12)	0,0085 (0,44)	0,0050 (0,55)
<i>QIF</i>	-	0,0093 (0,52)	-0,0837** (-2,46)	-0,1579*** (-3,09)	-0,1019*** (-5,43)	-0,1391*** (-2,66)
<i>DTIP*QIF</i>	-	-0,0602** (-1,99)	-0,0089 (-0,90)	-0,0316 (-0,66)	-0,0273 (-0,99)	-0,0210 (-1,10)
<i>CJ</i>	-	-0,0004*** (-22,49)	-0,0007*** (-8,07)	-0,0012*** (-29,10)	-0,0006*** (-18,73)	-0,0021*** (-6,30)
<i>LIQ</i>	-	0,0032 (1,19)	-0,0060*** (-6,23)	-0,0052*** (-4,28)	-0,0035*** (-5,20)	-0,0134*** (-8,91)
<i>TANG</i>	-	-0,0037 (-1,40)	-0,0654*** (-4,51)	0,0270 (1,30)	-0,0739*** (-6,36)	-0,0878*** (-4,15)
<i>END</i>	+	0,0087 (1,38)	0,0153 (0,51)	0,0079 (0,87)	-0,0111*** (-2,81)	-0,0535*** (-3,19)
<i>DIM</i>	-	-0,0021*** (-3,58)	-0,0016 (-1,44)	-0,0067*** (-9,00)	-0,0015** (-2,47)	-0,0042* (-1,81)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N		9.900	2.864	26.335	24.266	4.931
R ² Ajustado		13,10%	15,35%	13,96%	9,76%	12,98%
Estatística F		38,31***	16,26***	133,53***	64,03***	21,04***

Modelo 5.6:

$$CFIN_{i,t} = \sigma_0 + \sigma_1 DTIP_{i,t-1} + \sigma_2 QIF_{i,t-1} + \sigma_3 DTIP_{i,t-1} * QIF_{i,t-1} + \sigma_4 CJ_{i,t-1} + \sigma_5 LIQ_{i,t-1} + \sigma_6 TANG_{i,t-1} + \sigma_7 END_{i,t-1} + \sigma_8 DIM_{i,t-1} + \sum_{k=10}^{96} \sigma_{1,SETOR_k} + \sum_{n=2004}^{2009} \sigma_{1,ANO_n} + \varepsilon_{i,t}$$

Notas:

1. *DTIP* é uma variável dicotómica que assume o valor 1 se a observação se encontrar acima da mediana do rácio ativos fixos tangíveis sobre total da dívida financeira e assume o valor 0 se o contrário. *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. *i* e *t* são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições constantes da Tabela 5.4.

2. O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. O teste de *White* levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos para todas as amostras. O teste de *Breusch–Godfrey* levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos para todas as amostras. Entre parênteses apresenta-se a estatística *t* baseada no desvio-padrão corrigido através do procedimento sugerido por Petersen (2009).

3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Estes resultados demonstram que em todos os países, exceto no Reino Unido, a qualidade da informação financeira influencia o custo quer dos financiamentos destinados a financiar a tesouraria da empresa, quer dos financiamentos destinados a financiar investimentos, sugerindo que os bancos baseiam as suas decisões na informação financeira, mesmo na presença da designada banca relacional. No caso do Reino Unido a qualidade da informação financeira apenas influencia o custo dos financiamentos destinados a investimentos, o que vai de encontro à evidência dos estudos de Kim et al. (2011b) e de Kim et al. (2013), sugerindo que neste país a informação obtida através da banca relacional tende a substituir a informação financeira na negociação dos financiamentos à tesouraria.

Observações extremas do custo do financiamento

Para testar a sensibilidade dos resultados à presença de observações extremas do custo do financiamento, adotaram-se os seguintes procedimentos alternativos de eliminação dessas observações, à semelhança do que se realizou no Capítulo 4: eliminação de 1% das observações nas caudas esquerda e direita da distribuição; eliminação de 5% das observações nas caudas esquerda e direita da distribuição; e eliminação de 1% das observações na cauda esquerda e de 5% das observações na cauda direita da distribuição (e.g. Gill de Albornoz Nogueir e Illueca, 2007).

Os resultados obtidos na estimação dos modelos com estas alterações não originam conclusões diferentes das anteriormente apresentadas relativamente à relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira.

Medidas alternativas da qualidade da informação financeira

Para testar a sensibilidade dos resultados à medida de qualidade da informação financeira utilizaram-se, na linha do efetuado no Capítulo 4, os seguintes modelos de *accruals* alternativos (apresentados na subsecção 2.3.1 da

Tese): modelo de Jones (1991); modelo de Jones com a modificação proposta por Dechow et al. (1995); modelo de Jones com a modificação proposta por Kothari et al. (2005); e modelo original de Dechow e Dichev (2002). Também se procedeu à determinação dos *accruals* anormais através do modelo DD-MN sem a variável *AFT* (ativos fixos tangíveis), uma vez que a variável dependente deste modelo, os *accruals* de curto prazo, não incluem as depreciações do período (McNichols, 2002).

Os resultados obtidos com estas medidas alternativas da qualidade da informação financeira não alteram qualitativamente as conclusões apresentadas.

Desfasamento das variáveis independentes

Nos estudos desta natureza é usual utilizar variáveis independentes desfasadas em um período, procedimento que tem como pressuposto que os bancos tomam as suas decisões tendo por base a informação financeira do período anterior (e.g. Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2007). Porém, é provável que os bancos considerem também informação financeira anterior, pelo que se procedeu à estimação dos modelos considerando as variáveis independentes desfasadas em dois períodos.

Os resultados obtidos apenas evidenciam uma relação estatisticamente significativa entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira, de dois períodos anteriores, em Espanha e França. Nos restantes países a relação observada não é estatisticamente significativa, o que sugere que os bancos não utilizam informação muito desfasada para definirem as taxas de juro.

Endogeneidade

O efeito da potencial endogeneidade associada à omissão de variáveis do modelo é testado de forma semelhante ao realizado no Capítulo 4, através do modelo 5.7, a seguir representado.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

$$\begin{aligned}
 CFIN_{i,t} = & \delta_0 + \delta_1 QIF_{i,t-1} + \delta_2 CJ_{i,t-1} + \delta_3 LIQ_{i,t-1} + \delta_4 TANG_{i,t-1} + \delta_5 END_{i,t-1} \\
 & + \delta_6 DIM_{i,t-1} + \delta_7 DCE_{i,t-1} + \delta_8 MVN_{i,t-1} + \delta_9 CVN_{i,t-1} + \delta_{10} NB_{i,t-1} \\
 & + \sum_{k=10}^{96} \delta_k SETOR_k + \sum_{n=2004}^{2009} \delta_n ANO_n + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{5.7}$$

O modelo 5.7 resulta da introdução no modelo 5.1 das seguintes variáveis:

$DCE_{i,t-1}$ – representa a duração do ciclo de exploração da empresa i no ano $t-1$, calculado da seguinte forma $[360 / (\text{vendas} + \text{prestação de serviços})_{t-1} / \text{valor médio de clientes}_{t-1}] + [360 / \text{custo das vendas}_{t-1} / \text{valor médio dos inventários}_{t-1}]$.

$MVN_{i,t-1}$ – representa a margem das vendas e prestações de serviços da empresa i no ano $t-1$, calculada como $[\text{Resultados Antes de Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações}_{t-1} / (\text{Vendas} + \text{Prestação de Serviços})_{t-1}]$.

$CVN_{i,t-1}$ – representa o crescimento anual das vendas e prestação de serviços da empresa i no ano $t-1$, calculado como o logaritmo de $[(\text{Vendas} + \text{Prestação de Serviços})_{t-1} / (\text{Vendas} + \text{Prestação de Serviços})_{t-2}]$.

$NB_{i,t-1}$ – representa o número de bancos com que a empresa i se relaciona no ano $t-1$ ⁵⁰.

Os resultados da estimação do modelo 5.7 são apresentados na Tabela 5.14.

⁵⁰ A base de dados utilizada apenas contém o número de bancos com que a empresa se relacionou no último ano em que a mesma se encontra na base de dados, pelo que esta variável assume o mesmo valor para todos os anos.

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

Tabela 5.14 – Análise do efeito da potencial endogeneidade da variável qualidade da informação financeira, por país

	Sinal esperado	Reino Unido	Alemanha	França	Espanha	Portugal
<i>Const.</i>	?	0,0842*** (9,82)	0,0791*** (3,83)	0,2138*** (15,94)	0,0868*** (9,49)	0,2451*** (9,01)
<i>QIF</i>	-	-0,0046 (-0,29)	-0,0781** (-1,97)	-0,1611*** (-5,12)	-0,0924*** (-4,95)	-0,1578*** (-2,77)
<i>CJ</i>	-	-0,0004*** (-20,44)	-0,0005*** (-4,65)	-0,0010*** (-21,27)	-0,0005*** (-13,42)	-0,0018*** (-6,04)
<i>LIQ</i>	-	0,0032 (1,37)	-0,0070*** (-5,72)	-0,0097*** (-5,62)	-0,0042*** (-4,44)	-0,0157*** (-9,20)
<i>TANG</i>	-	0,0087** (2,35)	-0,0434*** (-6,59)	-0,0096 (-1,27)	-0,0267*** (-6,11)	-0,0740*** (-6,74)
<i>END</i>	+	-0,0078 (-1,63)	-0,0021 (-0,17)	-0,0061 (-0,73)	-0,0290*** (-5,49)	-0,0827*** (-4,72)
<i>DIM</i>	-	-0,0029*** (-4,38)	0,0009 (0,57)	-0,0093*** (-9,08)	-0,0001 (-0,12)	-0,0059** (-2,31)
<i>DCE</i>	+	0,0008 (0,37)	-0,0053 (-0,53)	0,0177*** (3,09)	0,0017 (1,24)	0,0101*** (2,64)
<i>MVN</i>	-	0,0053* (1,90)	0,0150 (0,57)	0,1159* (1,84)	0,0010 (1,04)	0,0149 (1,14)
<i>CVN</i>	-	-0,0000 (-0,84)	-0,0000*** (-5,00)	-0,0000 (-0,45)	-0,0000*** (-8,92)	-0,0000 (-0,12)
<i>NB</i>	+	-0,0036* (-1,79)	-0,0013 (-1,18)	0,0000 (0,00)	0,0001 (0,12)	0,0000 (0,00)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
N		8.959	1.770	15.656	13.009	4.839
R ² Ajustado		9,84%	9,91%	11,24%	6,10%	9,33%
Estatística F		23,87***	5,74***	45,07***	19,67***	13,47***

Modelo 5.7:

$$CFIN_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 QIF_{i,t-1} + \delta_2 CJ_{i,t-1} + \delta_3 LIQ_{i,t-1} + \delta_4 TANG_{i,t-1} + \delta_5 END_{i,t-1} + \delta_6 DIM_{i,t-1} + \delta_7 DCE_{i,t-1} + \delta_8 MVN_{i,t-1} + \delta_9 CVN_{i,t-1} + \delta_{10} NB_{i,t-1} + \sum_{k=10}^{96} \delta_k SETOR_k + \sum_{n=2004}^{2009} \delta_n ANO_n + \varepsilon_{i,t}$$

Notas:

1. *DCE* representa a duração do ciclo de exploração calculada da seguinte forma [360/(vendas+prestação de serviços)_{t-1}/valor médio de clientest-1] + [360/custo das vendast-1/valor médio dos inventários-1]. *MVN* representa a margem das vendas e prestações de serviços calculada como [Resultados Antes de Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações_{t-1} / (Vendas + Prestação de Serviços)_{t-1}]. *CVN* representa o crescimento anual das vendas e prestação de serviços calculado como o logaritmo de [(Vendas + Prestação de Serviços)_{t-1}/(Vendas + Prestação de Serviços)_{t-2}]. *NB* representa o número de bancos com que a empresa se relaciona. *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotômicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. *i* e *t* são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições constantes da Tabela 5.4.

2. O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. O teste de *White* levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos para todas as amostras. O teste de *Breusch–Godfrey* levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos para todas as amostras. Entre parênteses apresenta-se a estatística *t* baseada no desvio-padrão corrigido através do procedimento sugerido por Petersen (2009).

3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

A diminuição do número de observações por país, ali observada, deve-se ao facto de nem todas as empresas disporem de informação para o cálculo das variáveis agora introduzidas. Uma análise à Tabela 5.14 evidencia um coeficiente negativo e estatisticamente significativo para a variável *QIF* em todos os países, com exceção do Reino Unido, o que sugere que a omissão de variáveis do modelo não afeta as conclusões anteriormente apresentadas.

5.7 Conclusão

No estudo apresentado neste capítulo procurou dar-se resposta à segunda questão genérica de investigação apresentada na Introdução da Tese, testando-se a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira em empresas sem valores cotados em bolsa do Reino Unido, Alemanha, França, Espanha e Portugal e analisando-se se a relação encontrada em Portugal é distinta da observada nos restantes países. Para medir a qualidade da informação financeira utilizou-se o valor absoluto dos *accruals* anormais calculados através do modelo de Dechow e Dichev (2002) com a modificação introduzida por McNichols (2002) e o custo do financiamento bancário foi medido pelo rácio entre os gastos com juros e a dívida financeira média do ano. A relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira foi testada com base num modelo de regressão linear múltipla.

Os resultados obtidos demonstram que para Portugal, Espanha, França e Alemanha o custo do financiamento bancário está negativamente relacionado com a qualidade da informação financeira. Em termos médios, quando a qualidade da informação financeira diminui 1% o custo do financiamento aumenta cerca 0,13 pontos percentuais na Alemanha, 0,17 pontos percentuais na França, 0,13 pontos percentuais em Espanha e 0,19 pontos percentuais em Portugal, não sendo as diferenças entre estes valores estatisticamente significativas. Nestes países, a relação negativa encontrada entre o custo do financiamento bancário e

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

a qualidade da informação financeira não é condicionada pela dimensão da empresa, contrariamente ao que constataram Gill de Albornoz Nogueira e Illueca (2007) num estudo sobre empresas espanholas. Esta diferença poderá resultar do facto das empresas analisadas por aqueles autores se caracterizarem por uma maior dispersão em termos de dimensão, contrariamente às empresas aqui analisadas.

Neste estudo também se analisou se as necessidades de financiamento da empresa, aferidas pelo nível de endividamento, influenciam a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira. Trata-se de uma análise motivada por um conjunto de estudos que demonstram que as necessidades de financiamento influenciam a qualidade da informação financeira de uma forma não linear (Martins e Moreira, 2009; Ghosh e Moon, 2010; Valipour e Moradbeygi, 2011). Os resultados obtidos não revelaram, para nenhum dos países analisados, diferenças na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira em função das necessidades de financiamento das empresas.

Um outro teste realizado consistiu em analisar se o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário é diferente em função do tipo de financiamento. Esta análise foi motivada pelos estudos de Kim et al. (2011b) e Kim et al. (2013) que constataram um maior efeito da qualidade da informação financeira no custo dos financiamentos destinados a investimentos, justificando esse resultado com o facto de os bancos, no caso dos financiamentos destinados a financiar a tesouraria, tomarem as suas decisões, sobretudo, com base na informação obtida através da banca relacional. Os resultados aqui obtidos não demonstram diferenças significativas na forma como a qualidade da informação financeira influencia o custo daqueles dois tipos de financiamento em Portugal, Espanha, França e Alemanha, o que sugere que nestes países a informação financeira é utilizada pelos bancos nas suas tomadas de decisão, ainda que possa ser complementada pela informação obtida através da banca relacional. O Reino Unido parece ser um caso particular, pois a relação negativa

entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira apenas é observada quando o financiamento se destina investimentos. Na linha do que constataram Kim et al. (2011b) e Kim et al. (2013), este resultado sugere que no Reino Unido a informação financeira tende ser considerada pelos bancos em maior grau na negociação dos financiamentos destinados a investimentos, ao passo que na definição das condições dos financiamentos destinados à tesouraria a mesma tende a ser substituída pela informação obtida através da banca relacional.

Relativamente à primeira hipótese de investigação formulada conclui-se que em todos os países analisados, com exceção do Reino Unido, existe uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, que não está condicionada pela dimensão da empresa, pelas suas necessidades de financiamento ou pelo tipo de financiamento utilizado. No Reino Unido aquela relação parece existir apenas quando os financiamentos se destinam a investimentos. Quanto à segunda hipótese de investigação, apenas parecem existir diferenças na relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira, entre Portugal e o Reino Unido.

Este estudo faz três contributos. Primeiro, preenche uma lacuna na investigação de âmbito internacional (e.g. Bhattacharya et al., 2003; Francis et al., 2005b), ao proporcionar evidência sobre a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira em empresas sem valores cotados em bolsa de países europeus. Segundo, apresenta uma análise inovadora relativamente a outros estudos de cariz internacional pois analisa as diferenças entre países, nomeadamente, entre Portugal e os demais países analisados. Terceiro, proporciona, tanto quanto se sabe pela primeira vez, evidência sobre a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade dos resultados para o Reino Unido, a Alemanha e a França. Os resultados obtidos para o Reino Unido vêm proporcionar evidência adicional aos estudos de Kim et al. (2011b) e Kim et al. (2013) no que respeita à forma como os bancos incorporam a informação financeira nas suas decisões, relativamente a diferentes

5. O Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira: Estudo para o Caso de Empresas Europeias sem Valores Cotados em Bolsa

tipos de financiamento. Deste modo, os resultados obtidos com este estudo afiguram-se de interesse quer para a comunidade académica, quer para os gestores e profissionais envolvidos na preparação de informação financeira.

Pese embora o interesse deste estudo, o mesmo contém algumas limitações. Algumas delas são partilhadas com o estudo apresentado no capítulo anterior, nomeadamente, no que respeita à *proxy* utilizada para o custo do financiamento bancário e à impossibilidade de testar medidas da qualidade da informação financeira baseadas no desvio-padrão dos *accruals* anormais. Outra das limitações resulta do facto da análise apenas contemplar um país “*common law*” o que não permite concluir se a relação observada neste país também existe noutros países com idêntico contexto institucional. Esta pode ser uma sugestão de investigação futura.

6. O Custo do Financiamento Bancário e a Alteração da Qualidade da Informação Financeira: Um Estudo para o Caso Português

6.1 Introdução

O estudo apresentado neste capítulo visa dar resposta à terceira questão de investigação apresentada na Introdução da Tese, analisando o efeito no custo do financiamento bancário de uma alteração da qualidade da informação financeira. Para tal considera-se que a mudança do sinal do resultado líquido do período, de positivo para negativo, traduz uma deterioração da qualidade da informação financeira, uma vez que os resultados negativos são entendidos como sendo de menor qualidade comparativamente com os resultados positivos. Esta análise é realizada a partir de uma amostra de empresas portuguesas sem valores cotados em bolsa, durante o período de 2002 a 2007.

Comparativamente com as análises desenvolvidas nos capítulos anteriores, que são de natureza “estática” e assentes na verificação da existência de uma relação de associação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira, no presente capítulo a análise é de natureza “dinâmica”, procurando verificar se e como o custo do financiamento reage à diminuição da qualidade da informação financeira.

A análise considera dois tipos de empresas: as que mantêm pelo menos em dois anos consecutivos resultados positivos; e aquelas que, nesse período, verificam uma alteração dos resultados de positivos para negativos. Se a deterioração da qualidade da informação financeira tiver o efeito esperado no custo do financiamento bancário, as empresas que verificam a alteração para resultados negativos sofrerão um agravamento do custo do seu financiamento, a curto prazo. A evidência obtida corrobora a expectativa, demonstrando que, após controlar outros fatores que influenciam a variação do custo do financiamento bancário, as empresas que sofrem uma deterioração da qualidade da sua informação financeira suportam, nos dois anos seguintes, um aumento daquele custo. Esta evidência reforça a ideia de que determinados padrões de resultados, tais como, resultados decrescentes ou negativos, têm consequências económicas indesejáveis documentadas, sobretudo, no contexto dos mercados de capitais,

tais como, a redução do valor das ações ou uma diminuição dos *ratings* de crédito da empresa (e.g. Barth et al., 1999; Kasznik e McNichols, 2002; Jiang, 2008). Por terem consequências económicas negativas, os gestores procuram evitá-los através das designadas práticas de manipulação dos resultados para evitar perdas ou diminuições dos mesmos (Burgstahler e Dichev, 1997a; Degeorge et al., 1999; Bhattacharya et al., 2003; Gallén Ortiz e Giner Inchausti, 2005; Moreira, 2008).

Este estudo é motivado pela evidência existente acerca da relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira (e.g. Francis et al., 2005a; Gill de Albornoz Noguera e Illueca, 2007; Bharath et al., 2008; Karjalainen, 2011; Kim et al., 2011a; Minnis, 2011; Dedman e Kausar, 2012). Esta evidência tem, de uma forma geral, demonstrado que as empresas com informação financeira de melhor qualidade tendem a beneficiar de um menor custo do financiamento bancário. Porém, nenhum estudo analisou ainda se, e de que modo, o custo do financiamento é afetado por alterações daquela qualidade. Este estudo pretende, pois, preencher esta lacuna da literatura.

O presente estudo faz três contributos. Primeiro, preenche uma lacuna na literatura nacional e internacional pois, tanto quanto se conhece, não existe evidência acerca da forma como uma alteração da qualidade da informação financeira se reflete no custo do financiamento bancário. Segundo, adota uma perspectiva “dinâmica” na análise da relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira. Esta abordagem, contrariamente à abordagem “estática” dos estudos existentes, nomeadamente dos constantes dos Capítulos 4 e 5, permite perceber se e como aquele custo se altera em função da variação da qualidade da informação financeira. Terceiro, utiliza uma metodologia inovadora para medir a qualidade da informação financeira, baseada na alteração do sinal dos resultados. Trata-se de uma metodologia que permite definir com precisão o momento da alteração daquela qualidade, o que traduz uma vantagem em relação às medidas baseadas nos *accruals* anormais adotadas

noutros estudos (e.g. Francis et al., 2005a; Gill de Albornoz Noguera e Illueca, 2007; Gray et al., 2009; Aldamen e Duncan, 2013).

Este capítulo estrutura-se em mais seis secções. Na secção 6.2 discute-se de que forma a apresentação de resultados negativos traduz uma deterioração da qualidade da informação financeira. Na secção 6.3 formulam-se as hipóteses de investigação. Nas secções 6.4 e 6.5 apresentam-se, respetivamente, a metodologia e seleção da amostra e as estatísticas descritivas. Na secção 6.6 analisam-se os resultados e na secção 6.7 são apresentadas as conclusões.

6.2 Os resultados negativos como *proxy* para a deterioração da qualidade da informação financeira

Os resultados constituem uma medida síntese do desempenho da empresa que serve de base à tomada de decisões pelos mais variados *stakeholders* (Lev, 1989; Dechow et al., 1998). A avaliação de empresas, a contratação das remunerações dos gestores e a contratação de financiamento são alguns exemplos das decisões que se baseiam nos resultados (Dechow, 1994).

Segundo Dechow et al. (2010, p. 344) os resultados são de melhor qualidade “quando proporcionam informação acrescida para a perceção das características do desempenho de uma empresa que são relevantes para a tomada de decisão”. Como foi referido no Capítulo 2, uma das propriedades dos resultados que contribui para a sua qualidade é a persistência, pois os resultados sustentados, ou permanentes, têm uma maior capacidade de ajudar a prever o desempenho futuro da empresa.

Também ali se referiu que os resultados negativos são menos persistentes do que os resultados positivos, pois são considerados transitórios, uma vez que não é expectável que uma empresa mantenha por muito tempo uma atividade geradora de prejuízos, já que os proprietários têm como alternativa o abandono, a liquidação ou a adaptação da empresa a novas atividades (Hayn, 1995; Berger et

al., 1996; Subramanyam e Wild, 1996; Frankel e Litov, 2009). Daqui resulta que os resultados negativos têm uma menor capacidade de auxiliar na previsão do desempenho e fluxos de caixa futuros da empresa, sendo considerados de pior qualidade comparativamente com os resultados positivos (Hayn, 1995; Burgstahler e Dichev, 1997b; Collins et al., 1999).

Como se explicou nos Capítulos 2 e 3, na presente Tese a qualidade da informação financeira é entendida como a capacidade que a mesma tem de auxiliar os financiadores a avaliar de forma mais precisa o risco de incumprimento da empresa, traduzindo ela mesma um risco, designado de “risco de informação”. Do que foi referido anteriormente resulta que na presença de resultados negativos, menos persistentes, os financiadores terão uma maior dificuldade em prever a evolução futura da empresa, enfrentando um maior risco de informação. Deste modo, a alteração do sinal dos resultados, de positivo para negativo, é entendida como traduzindo uma deterioração da qualidade da informação financeira e um aumento do risco de informação suportado pelos financiadores.

Na subsecção seguinte formulam-se as hipóteses de investigação.

6.3 Desenvolvimento e formulação das hipóteses de investigação

O efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário tem sido analisado em vários estudos que, de uma forma geral, permitem concluir que as empresas com informação financeira de melhor qualidade beneficiam de um menor custo do financiamento bancário (e.g. Francis et al., 2005a; Bharath et al., 2008; Karjalainen, 2011; Kim et al., 2011a; Minnis, 2011; Dedman e Kausar, 2012; e os estudos realizados nos Capítulos 4 e 5). Estes estudos têm em comum o facto de efetuarem uma análise “estática”, onde se procura aferir a existência de uma associação entre as variáveis objeto de análise. Este tipo de análise não permite conhecer o efeito no custo do financiamento de um determinado facto que origine uma alteração da qualidade da informação financeira.

Quando os resultados de uma empresa passam de positivos para negativos, tal facto tem subjacente, como acima se referiu, uma deterioração da qualidade da informação financeira, pois os resultados negativos tendem a ser menos persistentes do que os resultados positivos (Subramanyam e Wild, 1996; Frankel e Litov, 2009) e uma menor persistência tem associada uma menor capacidade dos resultados preverem o desempenho e os fluxos de caixa futuros da empresa (Hayn, 1995; Burgstahler e Dichev, 1997b; Collins et al., 1999).

A alteração do sinal dos resultados, de positivo para negativo, representa, para os financiadores, uma diminuição da capacidade da informação financeira auxiliar na avaliação do risco de incumprimento da empresa, ou seja, representa um aumento do risco de informação. Vários estudos têm demonstrado que o risco de informação é repercutido nas rendibilidades exigidas pelos investidores de forma semelhante ao que acontece com outros tipos de risco (e.g. Diamond e Verrecchia, 1991; Easley et al., 2002; Easley e O'Hara, 2004; Lambert et al., 2007; Lambert et al., 2011). Tendo por base esta evidência, espera-se que os bancos reflitam o aumento do risco de informação, associado àquela alteração do sinal dos resultados, nas taxas de juro, resultando daí um aumento do custo do financiamento para as empresas cujo sinal dos resultados passa de positivo para negativo.

Considera-se que o aumento do custo do financiamento tenderá a ocorrer de forma desfasada em relação ao momento em que ocorre a deterioração da qualidade da informação financeira. Tal acontece porque os bancos tendem a tomar conhecimento da alteração do sinal dos resultados já no ano seguinte àquele a que o mesmo respeita, quando lhes são facultadas as demonstrações financeiras desse ano, repercutindo aquele facto nas decisões de concessão ou renovação de financiamento tomadas a partir desse momento. Estas expectativas levam assim à formulação das seguintes hipóteses de investigação:

H1: A deterioração da qualidade da informação financeira, apreendida por via da ocorrência de resultados negativos, origina um aumento do custo do financiamento bancário.

H2: O efeito da deterioração da qualidade da informação financeira, apreendida por via da ocorrência de resultados negativos, é desfasado relativamente ao momento em que ocorre essa deterioração.

Uma vez apresentadas as hipóteses de investigação, na secção seguinte descreve-se a metodologia a seguir para as testar.

6.4 Metodologia

As hipóteses formuladas visam testar, por um lado, se as empresas que verificam uma deterioração da qualidade da sua informação financeira sofrem um aumento do custo do financiamento bancário e, por outro lado, em que momento esse aumento ocorre.

Sendo a deterioração da qualidade da informação financeira apreendida através do relato de um resultado líquido do período (RLP) negativo, construíram-se duas subamostras. A primeira contempla empresas cujo sinal do RLP era positivo no ano $t-1$, passando a negativo em t . A segunda subamostra, dita de controlo, inclui empresas cujo sinal do RLP era positivo no ano $t-1$, mantendo-se positivo em t . Estas duas subamostras foram construídas de modo a que cada empresa da primeira fizesse par, no ano $t-1$, com uma empresa da segunda com a mesma dimensão, ano e setor de atividade. A dimensão foi definida em função do total do ativo e o setor de atividade ao nível do segundo dígito da Classificação das Atividades Económicas (CAE – Revisão 2.1), que indica a Divisão em que se insere a atividade principal da empresa.

Sendo o exercício económico das empresas a analisar coincidente com o ano civil, o banco tem conhecimento do resultado negativo de t no momento da

prestação de contas pela empresa, ou seja, em meados de $t+1$. Embora os resultados negativos pudessem, eventualmente, ter sido antecipados pelo banco ainda em t , com base em informação contabilística que lhe foi fornecida, a “prestação de contas”, com a elaboração das demonstrações financeiras, é o acontecimento que formaliza junto do banco o sinal dos resultados da empresa.

A partir do momento em que o banco toma conhecimento dos resultados negativos, em meados de $t+1$, a renovação dos empréstimos existentes e a contratação de novos empréstimos incorporará essa informação. O ajustamento nas condições de crédito decorrentes do conhecimento dos resultados negativos tenderá a prolongar-se, pelo menos, até ao ano $t+2$.

Com base neste cenário temporal, a primeira hipótese de investigação é testada através de um modelo de regressão linear múltipla, designado de modelo 6.1 e a seguir representado, onde a variável dependente é a variação que ocorre no custo do financiamento bancário entre o ano t e o ano $t+2$ e as variáveis independentes são: uma variável dicotómica que indica o relato, ou não, de resultados negativos em t e um conjunto de variáveis de controlo que visam captar o efeito que as variações noutros indicadores económico-financeiros da empresa, entre o ano t e o ano $t+1$, possam ter no custo do financiamento bancário.

A utilização da variação entre dois períodos para a variável dependente e de apenas um período para as variáveis independentes, justifica-se pelo facto de os bancos decidirem as condições de financiamento com base na informação financeira do ano anterior (e.g. Gill de Albornoz Noguera e Illueca, 2007). Deste modo, as alterações nos indicadores económico-financeiros da empresa entre o ano t e o ano $t+1$ tenderão a refletir-se de uma forma faseada no custo do financiamento pelo menos até $t+2$. O modelo incorpora ainda um conjunto de variáveis dicotómicas que visam captar efeitos específicos do ano ou setor de atividade, comuns a todas as empresas.

6. O Custo do Financiamento Bancário e a Alteração da Qualidade da Informação Financeira: Um Estudo para o Caso Português

$$\begin{aligned} \Delta CFIN_{i,t+2} = & \beta_0 + \beta_1 QIF_{i,t} + \beta_2 \Delta CJ_{i,t+1} + \beta_3 \Delta LIQ_{i,t+1} + \beta_4 \Delta TANG_{i,t+1} + \beta_5 \Delta END_{i,t+1} \\ & + \beta_6 \Delta DIM_{i,t+1} + \sum_{k=01}^{74} \beta_k SETOR_k + \sum_{n=2002}^{2007} \beta_n ANO_n + \varepsilon_{i,t+2} \end{aligned} \quad [6.1]$$

Onde:

$\Delta CFIN_{i,t+2}$ – Variação, em termos percentuais, ocorrida no custo do financiamento da empresa i entre o ano t e o ano $t+2$. O custo do financiamento é medido pelo rácio entre os gastos com juros e o passivo financeiro médio do ano.

$QIF_{i,t}$ – Traduz a deterioração da qualidade da informação financeira da empresa i e é representada por uma variável dicotómica que assume o valor 1 se a empresa no ano $t-1$ apresentou um RLP positivo e no ano t apresentou um RLP negativo, e assume o valor 0 se a empresa manteve o RLP positivo em ambos os anos. Espera-se que o sinal do coeficiente da variável QIF seja positivo, indicando que a deterioração da qualidade da informação financeira, medida pela ocorrência de um RLP negativo, origina um aumento do custo do financiamento bancário.

$\Delta CJ_{i,t+1}$ – Representa a variação ocorrida no rácio de cobertura de juros da empresa i entre o ano t e o ano $t+1$. O rácio de cobertura de juros é calculado como o quociente entre o resultado antes de impostos, juros, depreciações e amortizações e os gastos com juros⁵¹. O sinal esperado para o coeficiente desta variável é negativo, uma vez que uma diminuição neste rácio traduz um aumento no risco de incumprimento da empresa implicando um aumento do custo do financiamento bancário.

⁵¹ Designado na literatura anglo-saxónica de *EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*.

$\Delta LIQ_{i,t+1}$ – Representa a variação ocorrida no rácio de liquidez geral da empresa i entre o ano t e o ano $t+1$. O rácio de liquidez geral é calculado como o quociente entre o ativo corrente e o passivo corrente. O sinal esperado para o coeficiente desta variável é negativo, pois uma diminuição deste rácio implica um aumento do risco de incumprimento da empresa e, conseqüentemente, uma redução do custo do financiamento bancário.

$\Delta TANG_{i,t+1}$ – Traduz a variação ocorrida no rácio de tangibilidade dos ativos da empresa i entre o ano t e o ano $t+1$. Este rácio é medido pelo quociente entre o total dos ativos fixos tangíveis e o total do ativo. O sinal esperado para o coeficiente desta variável é negativo, indicando que uma diminuição deste rácio implica um aumento no risco de incumprimento da empresa e, conseqüentemente, um aumento do custo do financiamento bancário.

$\Delta END_{i,t+1}$ – Representa a variação ocorrida no rácio de endividamento da empresa i entre o ano t e o ano $t+1$. O rácio de endividamento é obtido pelo quociente entre o total do passivo e o total do ativo. O sinal esperado para o coeficiente desta variável é positivo, pois um aumento do nível de endividamento da empresa origina um aumento do risco de incumprimento e, conseqüentemente, um aumento do custo do financiamento bancário.

$\Delta DIM_{i,t+1}$ – Representa a variação ocorrida na dimensão da empresa i entre o ano t e o ano $t+1$. A dimensão é dada pelo logaritmo do total do ativo. O sinal esperado para o coeficiente desta variável é negativo indicando que um aumento da dimensão da empresa, representa uma redução do seu risco de incumprimento e, conseqüentemente, uma redução do custo do financiamento bancário.

$\sum_{k=01}^{74} SETOR_k$ – Conjunto de variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 se a observação pertence ao setor de atividade e 0 se o contrário. O setor de atividade é definido ao nível do segundo dígito da Classificação das Atividades Económicas (CAE – Revisão 2.1), que indica a Divisão em que se insere a atividade principal da empresa. Não se formulam quaisquer expectativas quanto ao sinal esperado para a variável *SETOR*.

$\sum_{n=2002}^{2007} ANO_n$ – Conjunto de variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 se a observação pertence ao ano e 0 se o contrário. Não se formulam quaisquer expectativas quanto ao sinal esperado para a variável *ANO*.

$\varepsilon_{i,t+2}$ – Erro de estimação que obedece às hipóteses clássicas dos modelos estimados pelo método dos mínimos quadrados.

O teste à segunda hipótese formulada visa perceber se o efeito no custo do financiamento bancário é, de facto, desfasado em relação ao momento em que ocorreu a deterioração da qualidade da informação financeira ou se, pelo contrário, ocorre num momento mais próximo daquele em que o banco toma conhecimento do RLP negativo. Para tal, estima-se o modelo 6.2, a seguir representado, onde a variável dependente é a variação que ocorre no custo do financiamento bancário entre o ano t e o ano $t+1$ ($\Delta CFIN_{i,t+1}$), correspondendo as variáveis independentes às mesmas definidas para o modelo 6.1. Os modelos de análise serão estimados pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados.

$$\begin{aligned} \Delta CFIN_{i,t+1} = & \lambda_0 + \lambda_1 QIF_{i,t} + \lambda_2 \Delta CJ_{i,t+1} + \lambda_3 \Delta LIQ_{i,t+1} + \lambda_4 \Delta TANG_{i,t+1} + \lambda_5 \Delta END_{i,t+1} \\ & + \lambda_6 \Delta DIM_{i,t+1} + \sum_{k=01}^{74} \lambda_7 SETOR_k + \sum_{n=2002}^{2007} \lambda_8 ANO_n \\ & + \varepsilon_{i,t+1} \end{aligned} \quad [6.2]$$

Na secção seguinte discute-se a seleção da amostra e a análise das principais estatísticas descritivas.

6.5 Seleção da amostra e estatísticas descritivas

A amostra foi extraída da base de dados SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos, comercializada pelo *Bureau van Dijk*, na sua versão de janeiro de 2009, que cobria os anos de 1998 a 2007. A versão consultada da base de dados contempla informação financeira proveniente do balanço e da demonstração dos resultados por naturezas e tem como âmbito as empresas portuguesas.

Para a seleção das empresas a analisar exigiu-se: (1) que fossem sociedades por quotas ou sociedades anónimas sem valores cotados em bolsa, dado o âmbito da Tese e porque a presença das empresas no mercado de capitais pode afetar a qualidade da informação financeira de modo diferente do que acontece para as empresas sem valores cotados (e.g. Coppens e Peek, 2005; Ball e Shivakumar, 2005); (2) que tivessem um total do ativo igual ou superior a 1 milhão de euros, visando este critério eliminar empresas de menor dimensão onde fatores como a prestação de garantias pessoais podem introduzir ruído na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira (e.g. Gill de Albornoz Noguera e Illueca, 2007); (3) cujo total do capital próprio fosse positivo, uma vez que capitais próprios negativos representam fortes estrangulamentos financeiros que podem levar os gestores à manipulação dos resultados, distorcendo a análise (e.g. Jaggi e Lee, 2002). Estes critérios de seleção permitiram obter um total de 19.368 empresas, o que corresponde a 193.680 observações.

À semelhança do que realizou no estudo apresentado no Capítulo 4, e no sentido de manter os mesmos setores de atividade ali analisados, excluíram-se as empresas do setor financeiro, imobiliário, educação, *utilities* e setor público, ficando disponíveis 169.290 observações.

O cálculo do passivo financeiro médio (denominador da variável custo do financiamento) exige o desfasamento das variáveis em um período o que origina uma redução do número de observações para 152.361.

O estabelecimento de uma relação entre o custo do financiamento e os seus determinantes recomenda a presença de um nível mínimo de dívida financeira, no sentido de reduzir a volatilidade das taxas estimadas. Por este motivo, e tal como nos estudos apresentados nos Capítulos 4 e 5, apenas se consideram as observações com uma percentagem de dívida financeira média igual ou superior a 5% do total do ativo (Gill de Albornoz Noguera e Illueca, 2007). A ocorrência de grandes variações no passivo financeiro próximo do final do ano, bem como a obtenção e reembolso de empréstimos dentro do mesmo ano, podem tornar a dívida financeira média significativamente diferente do capital que serviu de base ao cálculo do juro, introduzindo ruído na variável custo do financiamento (Aldamen e Duncan, 2013). Como forma de obviar a este problema, foram também eliminadas as observações onde a dívida financeira entre o início e o fim do período aumenta para mais do dobro ou se reduz para menos de metade (Minnis, 2011). Após estes procedimentos contavam-se 30.368 observações.

A partir destas observações foram calculadas as restantes variáveis do modelo e seleccionadas as empresas para as quais existia informação ao longo de um período consecutivo de quatro anos (de $t-1$ a $t+2$). Destas retiveram-se apenas dois tipos de empresas: (1) as que no ano $t-1$ e no ano t apresentaram RLP positivo; e (2) as que no ano $t-1$ apresentaram RLP positivo e no ano t apresentaram RLP negativo.

Após estas restrições contavam-se 5.369 observações das quais 4.848 respeitavam a empresas que tinham mantido entre o ano $t-1$ e o ano t um RLP positivo e 521 respeitavam a empresas que entre o ano $t-1$ e o ano t tinham observado a referida alteração no sinal do seu RLP. Com estas observações foram construídas as duas subamostras acima mencionadas, que contemplam 375 observações cada, cobrindo o período de 2002 a 2007.

O processo de seleção da amostra é sistematizado na Tabela 6.1.

Tabela 6.1 – Seleção da amostra

	N.º de empresas	N.º de observações
Sociedades anónimas e por quotas disponíveis para o período 1998 a 2007; sem valores cotados em bolsa; com um total do ativo igual ou superior a 1 milhão de euros; e com um total do capital próprio positivo.	19.368	193.680
Observações após retirar as relativas aos setores financeiro, imobiliário, educação, <i>utilities</i> e setor público.		169.290
Observações após o desfasamento das variáveis em um período.		152.361
Observações com todos os valores disponíveis para o cálculo do custo do financiamento e após impor as restrições colocadas à dívida financeira média.		30.368
Observações após determinação das restantes variáveis necessárias à estimação do modelo de análise e seleção das empresas que se mantêm na amostra entre $t-1$ e $t+2$, com as variações definidas para o RLP entre $t-1$ e t .		5.369
Observações após construção das duas subamostras (período de análise compreendido entre 2002 e 2007)		750
Observações em cada subamostra		375

Na Tabela 6.2 apresentam-se os traços gerais caracterizadores de cada uma das subamostras (Painel A) e as principais estatísticas descritivas das variáveis dos modelos de análise (Painel B). Uma análise preliminar aos dados não revelou motivos para excluir a hipótese de normalidade das variáveis.

As características genéricas da amostra apresentadas no Painel A da Tabela 6.2 revelam que, em média, as empresas que em t apresentaram um RLP positivo mantiveram nos anos seguintes o seu resultado a níveis positivos, e que as empresas que nesse período apresentaram um RLP negativo, em média, continuaram com resultados negativos nos anos seguintes, o que revela alguma persistência das dificuldades económicas que deram origem aos resultados negativos no ano t .

6. O Custo do Financiamento Bancário e a Alteração da Qualidade da Informação Financeira: Um Estudo para o Caso Português

Tabela 6.2 – Estatísticas descritivas

	Média			Mediana		
	RLP _t ≥ 0 (N=375)	RLP _t < 0 (N=375)	Pr> t	RLP _t ≥ 0 (N=375)	RLP _t < 0 (N=375)	Pr> z
	RLP _{t-1}	217	122	0,0083	88	35
RLP _t	196	-271	0,0000	79	-95	0,0000
RLP _{t+1}	181	-101	0,0000	72	5	0,0000
RLP _{t+2}	182	-101	0,0000	66	11	0,0000
Total do Ativo _{t-1}	8.586	8.603	0,9820	5.369	5.397	0,9845
Total do Ativo _t	8.928	8.832	0,9078	5.619	5.324	0,4791
Total do Ativo _{t+1}	9.255	8.989	0,7570	5.839	5.411	0,2121
Total do Ativo _{t+2}	9.902	9.160	0,4208	6.023	5.233	0,0977
Total do Passivo _{t-1}	5.884	5.975	0,8692	3.593	3.549	0,9890
Total do Passivo _t	6.105	6.441	0,5932	3.714	3.700	0,9003
Total do Passivo _{t+1}	6.301	6.567	0,6769	3.894	3.921	0,8140
Total do Passivo _{t+2}	6.709	6.666	0,9486	4.151	3.895	0,5753
Divida Financeira _{t-1}	2.901	3.270	0,2755	1.704	1.742	0,7418
Divida Financeira _t	2.962	3.556	0,1314	1.766	1.774	0,6100
Divida Financeira _{t+1}	3.042	3.532	0,2183	1.720	1.771	0,7437
Divida Financeira _{t+2}	3.246	3.516	0,5058	1.671	1.685	0,9473
CFIN _{t-1} (%)	10,78	10,31	0,3965	8,73	8,58	0,4951
CFIN _t (%)	10,56	9,74	0,1337	8,28	8,35	0,5322
CFIN _{t+1} (%)	10,54	9,77	0,1543	7,97	8,21	0,7114
CFIN _{t+2} (%)	10,81	10,32	0,4142	8,34	8,54	0,9900
TANG _{t-1}	0,29	0,31	0,1243	0,26	0,28	0,1887
TANG _t	0,28	0,31	0,0396	0,25	0,29	0,0828
TANG _{t+1}	0,27	0,30	0,0540	0,24	0,28	0,1076
TANG _{t+2}	0,26	0,30	0,0115	0,23	0,28	0,0304
Número de observações com auditor	217	215				
Número de observações sem auditor	158	160				

(continua na página seguinte)

6. O Custo do Financiamento Bancário e a Alteração da Qualidade da Informação Financeira: Um Estudo para o Caso Português

Painel B - Variáveis dos modelos

	Média			Mediana		
	RLP _t ≥ 0 (N=375)	RLP _t < 0 (N=375)	Pr> t	RLP _t ≥ 0 (N=375)	RLP _t < 0 (N=375)	Pr> z
$\Delta CFIN_{t+2}$ (%)	7,17	12,31	0,0679	1,27	7,21	0,1886
$\Delta CFIN_{t+1}$ (%)	2,96	4,75	0,4026	0,18	0,78	0,8334
ΔCJ_{t+1}	-0,0213	0,9092	0,0003	-0,0896	0,5516	0,0000
ΔLIQ_{t+1}	0,0276	0,0299	0,9289	0,0185	0,0020	0,3237
$\Delta TANG_{t+1}$	-0,0059	-0,0079	0,5607	-0,0086	-0,0077	0,8004
ΔEND_{t+1}	-0,0063	0,0025	0,0138	-0,0046	0,0028	0,0014
ΔDIM_{t+1}	0,0385	0,0047	0,0009	0,0873	0,0858	0,4951

Notas:

1. No painel A, os valores do RLP, do Total do Ativo, do Total do Passivo e da Dívida Financeira são em milhares de euros. CFIN representa o custo do financiamento medido pelo rácio entre gastos com juros e passivo financeiro médio do ano. TANG representa o rácio de tangibilidade dos ativos, medido pelo quociente entre ativos fixos tangíveis e o total do ativo.
2. RLP_t ≥ 0 e RLP_t < 0 representam, respetivamente, a subamostra de empresas que no ano *t* manteve o RLP positivo e a subamostra de empresas que no ano *t* teve RLP negativo.
3. Pr>|t| indica o nível de significância resultante do teste *t* efetuado à diferença entre as médias de cada variável por subamostra. Pr>|z| indica o nível de significância resultante do teste de Wilcoxon efetuado à diferença entre as medianas de cada variável por subamostra.
4. No painel B as variáveis seguem as seguintes definições: $\Delta CFIN_{t+2}$ e $\Delta CFIN_{t+1}$ representam a variação, em termos percentuais, ocorrida no custo do financiamento, respetivamente, entre o ano *t* e o ano *t+2* e entre o ano *t* e o ano *t+1*, sendo o custo do financiamento medido pelo rácio entre gastos com juros e passivo financeiro médio do ano; ΔCJ_{t+1} representa a variação ocorrida no rácio de cobertura de juros entre o ano *t* e o ano *t+1*, sendo o rácio de cobertura de juros calculado como o quociente entre o resultado antes de impostos, juros, depreciações e amortizações e os gastos com juros; ΔLIQ_{t+1} representa a variação ocorrida no rácio de liquidez geral entre o ano *t* e o ano *t+1*, sendo o rácio de liquidez geral calculado como o quociente entre o ativo corrente e o passivo corrente; $\Delta TANG_{t+1}$ representa a variação ocorrida no rácio de tangibilidade dos ativos entre o ano *t* e o ano *t+1*, sendo este rácio medido pelo quociente entre ativos fixos tangíveis e o total do ativo; ΔEND_{t+1} representa a variação ocorrida no rácio de endividamento entre o ano *t* e o ano *t+1*, sendo este rácio medido pelo quociente entre o total do passivo e o total do ativo; e ΔDIM_{t+1} representa a variação na ocorrência na dimensão entre o ano *t* e o ano *t+1*, sendo a dimensão dada pelo logaritmo do total do ativo.

Ao longo dos anos analisados, a média do total do ativo não é estatisticamente diferente entre as empresas que em *t* apresentaram um RLP negativo e as que apresentaram RLP positivo. A dívida financeira representa cerca de 50% do passivo, quer nas empresas com RLP positivo, quer nas empresas com RLP negativo, o que evidencia a importância do crédito obtido junto dos bancos no total do financiamento das empresas. Em termos médios a dívida financeira entre os dois grupos de empresas analisadas não é

estatisticamente diferente, mas salienta-se o facto de as empresas com RLP positivo observarem, em termos médios, um crescimento da sua dívida financeira, ao passo que as empresas com RLP negativo aumentam a sua dívida financeira de $t-1$ para t mas observam, depois, um decréscimo. A variação observada de $t-1$ para t nas empresas com RLP negativo pode ser o reflexo das maiores necessidades de financiamento que decorrem da destruição de riqueza associada aos resultados negativos ou pode significar que estas empresas ao anteciparem os resultados negativos, procuraram obter mais fundos dos bancos antes que estes tomem conhecimento da sua situação económica e lhes restrinjam o crédito.

O custo do financiamento ($CFIN$) das empresas com RLP positivo é, em média, superior ao $CFIN$ das empresas com RLP negativo, embora a diferença não seja estatisticamente significativa. Ao analisar a proporção de ativos fixos tangíveis no total do ativo ($TANG$) conclui-se que o mesmo é superior nas empresas com RLP negativo. Isto pode sugerir que as empresas com RLP negativo conseguem obter menores taxas de juro nos seus financiamentos através da prestação de garantias.

Nos dois grupos analisados o número de empresas com auditor é sensivelmente superior ao número de empresas sem auditor, mas tende a não existir diferença na estrutura das subamostras a este nível. Este facto não é de estranhar já que as subamostras foram construídas em função do total do ativo das empresas e, em Portugal, a sujeição à auditoria externa é uma imposição legal diretamente relacionada com a dimensão da empresa.

Da análise do Painel B constata-se que a média da variação no custo do financiamento entre o ano t e o ano $t+2$ ($\Delta CFIN_{t+2}$) é estatisticamente diferente entre empresas com resultado positivo e com resultado negativo, a um nível de significância de 7%. A variação observada no custo do financiamento ($\Delta CFIN_{t+2}$) traduz um aumento em ambos os grupos analisados, mas esse aumento é superior nas empresas com RLP negativo. Esta evidência, ainda que preliminar,

parece confirmar a primeira hipótese de investigação onde se prevê que a deterioração da qualidade da informação financeira origine um aumento do custo do financiamento bancário. No que respeita à média da variação no custo do financiamento entre o ano t e o ano $t+1$ ($\Delta CFIN_{t+1}$), esta não é estatisticamente diferente entre empresas com RLP positivo e com RLP negativo. Este resultado parece ir de encontro ao previsto na segunda hipótese de investigação, ou seja, o efeito da deterioração da qualidade da informação financeira ocorrida em t tende a ser desfasado em relação a esse momento, ou seja, ocorre até $t+2$.

Constatam-se também diferenças estatisticamente significativas na variação entre t e $t+1$ do rácio de cobertura de juros (ΔCJ_{t+1}) que, em média, diminuiu para o caso das empresas com resultado positivo e aumentou para as empresas com resultado negativo. Esta diferença parece resultar do facto de ambos os tipos de empresas terem observado um aumento nos juros suportados entre t e $t+1$, mas as empresas com RLP negativo, após o mau desempenho do ano t , viram aumentar no ano seguinte o resultado antes de impostos, juros, depreciações e amortizações (numerador do rácio de cobertura de juros), enquanto nas empresas com RLP positivo esse resultado diminuiu. A variação do endividamento (ΔEND_{t+1}) foi, em termos médios, negativa para as empresas com RLP positivo e positiva para as empresas com RLP negativo, o que evidencia as maiores necessidades de fundos por parte destas empresas. A variação da dimensão (ΔDIM_{t+1}) foi, em termos médios, positiva, mas é estatisticamente inferior nas empresas com resultado negativo, o que pode ser consequência do efeito negativo que esse resultado tende a ter no total do ativo.

Na secção seguinte apresentam-se os resultados da análise multivariada ao efeito da deterioração da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário.

6.6 Resultados

6.6.1 Análise multivariada

Na Tabela 6.3 apresentam-se os resultados da estimação dos modelos 6.1 e 6.2. O objetivo da análise é o de testar se a deterioração da qualidade da informação financeira origina um aumento do custo do financiamento bancário e se esse efeito tende a ser desfasado em relação ao momento em que ocorre aquela deterioração. A estatística F demonstra que o teste realizado é globalmente significativo e o R^2 ajustado revela um poder explicativo de 16,79% para o modelo 6.1 e de 12,78% para o modelo 6.2.

Os resultados da estimação do modelo 6.1 evidenciam, tal como esperado, um coeficiente positivo e estatisticamente significativo, a menos de 1%, para a variável QIF sugerindo que as empresas que reportaram uma alteração do sinal do seu RLP, passando de positivo para negativo, sofrem, nos dois anos subsequentes, um aumento médio do custo do seu financiamento superior em cerca de 0,0867 pontos percentuais, face ao suportado pelas empresas que mantêm os seus resultados positivos. Tal significa que a deterioração da qualidade da informação financeira, neste caso definida como o relato de um RLP negativo, origina um agravamento do custo do financiamento bancário, corroborando a primeira hipótese de investigação formulada. Na estimação do modelo 6.2 o coeficiente da variável QIF é também positivo para um nível de significância de 10% e evidencia que, no primeiro ano após o relato do RLP negativo, o agravamento médio do custo do financiamento é de cerca de 0,0447 pontos percentuais. Estes resultados sugerem que o efeito da deterioração da qualidade da informação financeira é repercutido no custo do financiamento até $t+2$, ou seja, de uma forma desfasada em relação ao momento em que ocorre essa deterioração, corroborando a segunda hipótese de investigação formulada.

Tabela 6.3 – Custo do financiamento bancário e a deterioração da qualidade da informação financeira

	Sinal esperado	Modelo 6.1	Modelo 6.2
		Coefficiente (estatística t)	Coefficiente (estatística t)
<i>Constante</i>	?	0,0464 (0,33)	0,2984*** (2,66)
<i>QIF</i>	+	0,0867*** (3,10)	0,0447* (1,95)
<i>ΔCJ</i>	-	-0,0116** (-2,18)	-0,0118* (-1,88)
<i>ΔLIQ</i>	-	-0,0164 (-0,43)	0,0588 (1,43)
<i>ΔTANG</i>	-	-0,2149 (-0,65)	-0,0663 (-0,30)
<i>ΔEND</i>	+	-1,6147*** (-4,93)	-1,2592*** (-4,73)
<i>ΔDIM</i>	-	0,3131*** (2,65)	0,1468* (1,91)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim	Sim
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim	Sim
N		750	750
R ² ajustado		16,79%	12,78%
Estatística F		4,13***	2,99***

Modelo 6.1:

$$\Delta CFIN_{i,t+2} = \beta_0 + \beta_1 QIF_{i,t} + \beta_2 \Delta CJ_{i,t+1} + \beta_3 \Delta LIQ_{i,t+1} + \beta_4 \Delta TANG_{i,t+1} + \beta_5 \Delta END_{i,t+1} + \beta_6 \Delta DIM_{i,t+1} + \sum_{k=01}^{74} \beta_l SETOR_k + \sum_{n=2002}^{2007} \beta_j ANO_n + \varepsilon_{i,t+2}$$

Modelo 6.2:

$$\Delta CFIN_{i,t+1} = \lambda_0 + \lambda_1 QIF_{i,t} + \lambda_2 \Delta CJ_{i,t+1} + \lambda_3 \Delta LIQ_{i,t+1} + \lambda_4 \Delta TANG_{i,t+1} + \lambda_5 \Delta END_{i,t+1} + \lambda_6 \Delta DIM_{i,t+1} + \sum_{k=01}^{74} \lambda_l SETOR_k + \sum_{n=2002}^{2007} \lambda_j ANO_n + \varepsilon_{i,t+1}$$

Notas:

1. *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. *i* e *t* são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições apresentadas na Tabela 6.2.
2. Os modelos foram estimados pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. A presença de multicolinearidade foi testada através do Fator de Inflação de Tolerância (e.g. Gujarati, 2004) que apresenta valores muito inferiores ao valor considerado crítico, permitindo concluir pela não existência de multicolinearidade. O teste de *White* não levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos para ambos os modelos. O teste de *Breusch-Godfrey* não levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos para ambos os modelos. Entre parenteses apresenta-se a estatística *t*.
3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

No que respeita às variáveis de controlo, apenas a variável variação da cobertura de juros (ΔC) apresenta um coeficiente estatisticamente significativo e com o sinal esperado. As variáveis variação da liquidez (ΔLIQ) e variação da tangibilidade dos ativos ($\Delta TANG$) não apresentam coeficientes estatisticamente significativos, o que parece resultar da reduzida variabilidade observada nestas variáveis, o que pode dever-se ao curto espaço de tempo em que é realizada a análise.

As variáveis variação do endividamento (ΔEND) e variação da dimensão (ΔDIM) apresentam coeficientes estatisticamente significativos, mas com sinal oposto ao esperado. O sinal positivo da ΔDIM sugere que as empresas cuja dimensão aumentou (diminuiu) sofreram também um aumento (diminuição) do custo do financiamento. Esta relação pode existir se a variação da dimensão for consequência da variação do financiamento obtido, ou seja, as empresas que aumentaram (diminuíram) a dimensão foram também aquelas que aumentaram (diminuíram) o financiamento, com o conseqüente, aumento (diminuição) no seu custo. No sentido de aferir se o efeito da ΔDIM na $\Delta CFIN$ é idêntico para empresas que aumentaram e para empresas que diminuíram a dimensão, estimou-se o modelo 6.1 em duas subamostras, uma de empresas cuja dimensão aumentou ($\Delta DIM > 0$) e outra de empresas cuja dimensão diminuiu ($\Delta DIM < 0$).

Os resultados desta análise, apresentados na Tabela 6.4, demonstram que o coeficiente da variável ΔDIM apenas é estatisticamente significativo para as empresas com variações positivas da dimensão, o que sugere que nestas empresas o aumento da dimensão, por exemplo por via da aquisição de ativos, foi acompanhado do aumento do financiamento e, conseqüentemente, do aumento do seu custo. Uma causa da diminuição da dimensão, que não envolve necessariamente uma redução do nível de financiamento, é o relato de um RLP negativo. Neste caso, a dimensão pode ter diminuído e o nível de financiamento pode ter aumentado, com o conseqüente aumento do custo do financiamento. De salientar que o coeficiente da variável QIF é positivo e estatisticamente

6. O Custo do Financiamento Bancário e a Alteração da Qualidade da Informação Financeira: Um Estudo para o Caso Português

significativo em ambos os grupos de empresas considerados, o que sugere que a relação entre a deterioração da qualidade da informação financeira e o custo do financiamento não é afetada pelas variações ocorridas na dimensão da empresa.

Tabela 6.4 – Custo do financiamento bancário e a deterioração da qualidade da informação financeira, por intervalos de variação da dimensão

	Sinal esperado	$\Delta DIM > 0$	$\Delta DIM < 0$
		Coefficiente (estatística t)	Coefficiente (estatística t)
<i>Constante</i>	?	0,1318 (0,49)	-0,0565 (-0,58)
<i>QIF</i>	+	0,0925** (2,45)	0,0948** (2,21)
<i>ΔCJ</i>	-	-0,0177* (-1,88)	-0,0139** (-2,38)
<i>ΔLIQ</i>	-	-0,0430 (-0,85)	0,0801 (1,00)
<i>ΔTANG</i>	-	-0,4104 (-1,01)	-0,2300 (-0,43)
<i>ΔEND</i>	+	-1,3055*** (-2,59)	-1,9055*** (-4,30)
<i>ΔDIM</i>	-	0,4988** (2,21)	0,2394 (1,50)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim	Sim
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim	Sim
N		433	317
R ² ajustado		17,67%	21,76%
Estatística F		2,63***	2,48***

Modelo 6.1:

$$\Delta CFIN_{i,t+2} = \beta_0 + \beta_1 QIF_{i,t} + \beta_2 \Delta CJ_{i,t+1} + \beta_3 \Delta LIQ_{i,t+1} + \beta_4 \Delta TANG_{i,t+1} + \beta_5 \Delta END_{i,t+1} + \beta_6 \Delta DIM_{i,t+1} + \sum_{k=01}^{74} \beta_1 SETOR_k + \sum_{n=2002}^{2007} \beta_j ANO_n + \varepsilon_{i,t+2}$$

Notas:

1. $\Delta DIM > 0$ e $\Delta DIM < 0$ correspondem às empresas que, respetivamente, aumentaram e diminuíram a sua dimensão entre o ano t e o ano $t+1$. *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. i e t são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições apresentadas na Tabela 6.2.
2. O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. A presença de multicolinearidade foi testada através do Fator de Inflação de Tolerância (e.g. Gujarati, 2004) que apresenta valores muito inferiores ao valor considerado crítico, permitindo concluir pela não existência de multicolinearidade. O teste de *White* não levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos. O teste de *Breusch–Godfrey* não levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos. Entre parênteses apresenta-se a estatística t .
3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

De salientar que a ΔEND continua a manter o sinal negativo, contrário ao esperado, tal como se referiu quando se analisaram os resultados da estimação do modelo 6.1 na totalidade da amostra (Tabela 6.3). Uma explicação para este sinal pode residir na relação que existe entre as variáveis endividamento, dívida financeira e custo do financiamento, como já se argumentou nos Capítulos 4 e 5. Como se observou na análise às estatísticas descritivas, a dívida financeira representa cerca de 50% do passivo, donde resulta que as variações na dívida financeira se traduzem em variações quer no endividamento, quer no custo do financiamento, já que aquela faz parte do denominador deste (Francis et al., 2005a). Assim elevadas variações positivas (negativas) do endividamento tenderão a induzir variações positivas (negativas) do denominador do custo do financiamento originando variações negativas (positivas) no custo do financiamento.

No sentido de testar esta explicação procedeu-se à estimação do modelo 6.1 em três quantis da variável ΔEND . Os resultados desta análise, apresentados na Tabela 6.5, demonstram que o coeficiente da variável ΔEND apenas apresenta sinal negativo e estatisticamente significativo nos intervalos de maior variação, em termos absolutos, do endividamento ($\Delta END < -0,0165$ e $\Delta END \geq 0,0136$). No quantil de menores variações, em termos absolutos, do endividamento ($0,0165 \leq \Delta END < 0,0136$) o coeficiente da ΔEND não é estatisticamente significativo. Tal como se havia previsto, grandes variações do endividamento induzem variações de sentido oposto no custo do financiamento. O facto da variável ΔDIM apresentar um coeficiente positivo, e estatisticamente significativo, no quantil de maiores variações de endividamento, vem corroborar a ideia de que a relação entre a ΔDIM e $\Delta CFIN$ surge na sequência do efeito, na dimensão da empresa, dos investimentos realizados através do aumento do endividamento. Por fim, de referir que o coeficiente da variável QIF é positivo e estatisticamente significativo em todos os quantis de ΔEND considerados, sugerindo que a relação entre a deterioração da qualidade da informação financeira e o custo do

6. O Custo do Financiamento Bancário e a Alteração da Qualidade da Informação Financeira: Um Estudo para o Caso Português

financiamento não é condicionada pela magnitude das variações ocorridas no endividamento.

Tabela 6.5 – Custo do financiamento bancário e a deterioração da qualidade da informação financeira, por intervalos de variação do endividamento

	Sinal esperado	Quantis (33%) de ΔEND		
		$\Delta END < -0,0165$	$-0,0165 \leq \Delta END < 0,0136$	$\Delta END \geq 0,0136$
		Coefficiente (estatística t)	Coefficiente (estatística t)	Coefficiente (estatística t)
<i>Constante</i>	?	-0,1017 (-0,81)	0,2556 (0,80)	-0,0335 (-0,23)
<i>QIF</i>	+	0,1073** (2,27)	0,1393*** (2,64)	0,0821* (1,89)
<i>ΔCJ</i>	-	-0,0107** (-2,18)	-0,0542*** (-3,21)	-0,0251*** (-2,73)
<i>ΔLIQ</i>	-	-0,0404 (-0,58)	0,0443 (1,03)	-0,0213 (-0,26)
<i>ΔTANG</i>	-	-0,6370 (-1,31)	0,1046 (0,19)	0,1066 (0,18)
<i>ΔEND</i>	+	-1,6596*** (-3,02)	3,0842 (0,98)	-2,2643*** (-3,18)
<i>ΔDIM</i>	-	0,1143 (0,83)	0,2785 (0,75)	0,6366*** (2,83)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim	Sim	Sim
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim	Sim	Sim
N		250	250	250
R ² ajustado		29,24%	22,60%	19,65%
Estatística F		3,10***	2,29***	1,91***

Modelo 6.1:

$$\Delta CFIN_{i,t+2} = \beta_0 + \beta_1 QIF_{i,t} + \beta_2 \Delta CJ_{i,t+1} + \beta_3 \Delta LIQ_{i,t+1} + \beta_4 \Delta TANG_{i,t+1} + \beta_5 \Delta END_{i,t+1} + \beta_6 \Delta DIM_{i,t+1} + \sum_{k=01}^{74} \beta_l SETOR_k + \sum_{n=2002}^{2007} \beta_j ANO_n + \varepsilon_{i,t+2}$$

Notas:

1. ΔEND representa a variação no rácio de endividamento, entre o ano t e o ano $t+1$. *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. i e t são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições apresentadas na Tabela 6.2.
2. O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. A presença de multicolinearidade foi testada através do Fator de Inflação de Tolerância (e.g. Gujarati, 2004) que apresenta valores muito inferiores ao valor considerado crítico, permitindo concluir pela não existência de multicolinearidade. O teste de *White* não levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos. O teste de *Breusch–Godfrey* não levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos. Entre parenteses apresenta-se a estatística t .
3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

6. O Custo do Financiamento Bancário e a Alteração da Qualidade da Informação Financeira: Um Estudo para o Caso Português

No sentido de testar se os coeficientes das variáveis ΔDIM e ΔEND mantêm o sinal observado tanto nas empresas com RLP positivo, como nas empresas com RLP negativo, procedeu-se à estimação do modelo 6.3 a seguir representado.

$$\begin{aligned} \Delta CFIN_{i,t+2} = & \theta_0 + \theta_1 QIF_{i,t} + \theta_2 \Delta CJ_{i,t+1} + \theta_3 QIF_i * \Delta CJ_{i,t+1} + \theta_4 \Delta LIQ_{i,t+1} + \theta_5 QIF_i \\ & * \Delta LIQ_{i,t+1} + \theta_6 \Delta TANG_{i,t+1} + \theta_7 QIF_i * \Delta TANG_{i,t+1} + \theta_8 \Delta END_{i,t+1} + \theta_9 QIF_i \\ & * \Delta END_{i,t+1} + \theta_{10} \Delta DIM_{i,t+1} + \theta_{11} QIF_i * \Delta DIM_{i,t+1} + \sum_{k=01}^{74} \theta_{12+k} SETOR_k \\ & + \sum_{n=2002}^{2007} \theta_{13+n} ANO_n + \varepsilon_{i,t+2} \end{aligned} \quad [6.3]$$

Os resultados da estimação do modelo 6.3, apresentados na Tabela 6.6, evidenciam um coeficiente da variável ΔEND estatisticamente significativo em ambos os grupos considerados. A diferença entre o coeficiente da variável ΔEND nas empresas com RLP positivo (θ_8) e negativo ($\theta_8 + \theta_9$), avaliada com base no teste de *Wald*, permitiu concluir que os mesmos não são estatisticamente diferentes. A variável ΔDIM apresenta um coeficiente estatisticamente significativo apenas nas empresas com RLP positivo. Este resultado vem também corroborar a ideia de que o aumento da dimensão está associado ao aumento do endividamento o que, por sua vez, origina um aumento do custo do financiamento. Nas empresas com RLP negativo, apesar de o endividamento também ter aumentado, o mesmo compensou a deterioração de riqueza traduzida no RLP negativo, não tendo um efeito tão acentuado na dimensão da empresa.

O coeficiente da variável ΔCJ é também estatisticamente significativo, quer nas empresas com RLP positivo, quer nas empresas com RLP negativo. Os coeficientes das variáveis ΔLIQ e $\Delta TANG$ não são estatisticamente significativos, em nenhum dos grupos considerados. Estes resultados vão de encontro aos anteriormente obtidos na estimação do modelo 6.1.

6. O Custo do Financiamento Bancário e a Alteração da Qualidade da Informação Financeira: Um Estudo para o Caso Português

Tabela 6.6 – Determinantes da variação do custo do financiamento bancário nas empresas com RLP positivo e com RLP negativo

	Sinal esperado	Coeficiente (p-value)	
		RLP _t ≥ 0	RLP _t < 0
<i>Constante</i>	?	0,0527 (0,7051)	0,1609 (0,2567)
<i>ΔCJ</i>	-	-0,0080* (0,0868)	-0,0233*** (0,0028)
<i>ΔLIQ</i>	-	-0,0125 (0,7670)	-0,0007 (0,9937)
<i>ΔTANG</i>	-	0,0629 (0,8663)	-0,4254 (0,4068)
<i>ΔEND</i>	+	-1,7278*** (0,0004)	-1,8825*** (0,0002)
<i>ΔDIM</i>	-	0,6395*** (0,0020)	0,1554 (0,2486)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim	Sim
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim	Sim
N		750	
R ² Ajustado		17,60%	
Estatística F		3,87***	

Modelo 6.3:

$$\begin{aligned} \Delta CFIN_{i,t+2} = & \theta_0 + \theta_1 QIF_{i,t} + \theta_2 \Delta CJ_{i,t+1} + \theta_3 QIF_i * \Delta CJ_{i,t+1} + \theta_4 \Delta LIQ_{i,t+1} + \theta_5 QIF_i \\ & * \Delta LIQ_{i,t+1} + \theta_6 \Delta TANG_{i,t+1} + \theta_7 QIF_i * \Delta TANG_{i,t+1} + \theta_8 \Delta END_{i,t+1} \\ & + \theta_9 QIF_i * \Delta END_{i,t+1} + \theta_{10} \Delta DIM_{i,t+1} + \theta_{11} QIF_i * \Delta DIM_{i,t+1} \\ & + \sum_{k=01}^{74} \theta_k SETOR_k + \sum_{n=2002}^{2007} \theta_n ANO_n + \varepsilon_{i,t+2} \end{aligned}$$

Notas:

1. *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. *i* e *t* são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições apresentadas na Tabela 6.2.
2. O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. A presença de multicolinearidade foi testada através do Fator de Inflação de Tolerância (e.g. Gujarati, 2004) que apresenta valores muito inferiores ao valor considerado crítico, permitindo concluir pela não existência de multicolinearidade. O teste de *White* não levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos. O teste de *Breusch–Godfrey* não levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos.
3. Nas empresas com $RLP < 0$ a significância estatística da constante ($\theta_0 + \theta_1$) e dos coeficientes da variáveis ΔCJ ($\theta_2 + \theta_3$), ΔLIQ ($\theta_4 + \theta_5$), $\Delta TANG$ ($\theta_6 + \theta_7$), ΔEND ($\theta_8 + \theta_9$) e ΔDIM ($\theta_{10} + \theta_{11}$) foi avaliada utilizando o teste de *Wald*.
4. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

6.6.2 Análise de sensibilidade

Efeito do nível das taxas de juro na relação entre o custo do financiamento e a deterioração da qualidade da informação financeira

A relação entre a deterioração da qualidade da informação financeira e o custo do financiamento bancário pode ser condicionada pelo nível de taxas de juro contratadas antes do relato de um RLP negativo. Nas empresas em que essas taxas já são elevadas pode não ser viável o seu aumento e, nesse caso, a continuação do apoio financeiro pode passar pelo ajustamento de outras condições contratuais, tais como, a exigência de garantias. No sentido de testar se o nível do custo do financiamento do ano $t-1$ ($CFIN_{t-1}$) influencia, de algum modo, os resultados obtidos, procedeu-se à introdução da variável $CFIN_{t-1}$ e da variável $QIF*CFIN_{t-1}$ no modelo 6.1, dando origem ao modelo 6.4 a seguir representado.

Se nas empresas com taxas de juro mais elevadas em $t-1$ a variação no custo do financiamento, nos anos seguintes, for menor, tal como se espera, então o sinal da variável $CFIN_{t-1}$ será negativo. Se o nível das taxas de juro influenciar, de modo diferente, as variações no custo do financiamento das empresas que apresentam resultados negativos comparativamente com as que mantêm os seus resultados positivos, então o coeficiente da variável $QIF*CFIN_{t-1}$ será estatisticamente significativo.

$$\begin{aligned} \Delta CFIN_{i,t+2} = & \alpha_0 + \alpha_1 CFIN_{i,t-1} + \alpha_2 QIF_{i,t} + \alpha_3 QIF * CFIN_{i,t-1} + \alpha_4 \Delta CJ_{i,t+1} + \alpha_5 \Delta LIQ_{i,t+1} \\ & + \alpha_6 \Delta TANG_{i,t+1} + \alpha_7 \Delta END_{i,t+1} + \alpha_8 \Delta DIM_{i,t+1} + \sum_{k=01}^{74} \alpha_1 SETOR_k \\ & + \sum_{n=2002}^{2007} \alpha_j ANO_n \\ & + \varepsilon_{i,t+2} \end{aligned} \quad [6.4]$$

Os resultados da estimação do modelo 6.4 são apresentados na Tabela 6.7.

Tabela 6.7 – Efeito do nível das taxas de juro na relação entre o custo do financiamento bancário e a deterioração da qualidade da informação financeira

	Sinal esperado	Modelo 6.4
		Coefficiente (estatística <i>t</i>)
<i>Constante</i>	?	0,0858 (0,61)
<i>CFIN</i>	-	-0,6129** (-2,45)
<i>QIF</i>	+	0,0743** (2,27)
<i>QIF*CFIN</i>	?	0,1041 (0,30)
<i>ΔCJ</i>	-	-0,0129** (-2,46)
<i>ΔLIQ</i>	-	-0,0200 (-0,53)
<i>ΔTANG</i>	-	-0,2339 (-0,70)
<i>ΔEND</i>	+	-1,6331*** (-4,98)
<i>ΔDIM</i>	-	0,3104*** (2,63)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim
N		750
R ² ajustado		17,78%
Estatística <i>F</i>		4,21***

Modelo 6.4:

$$\Delta CFIN_{i,t+2} = \alpha_0 + \alpha_1 CFIN_{i,t-1} + \alpha_2 QIF_{i,t} + \alpha_3 QIF * CFIN_{i,t-1} + \alpha_4 \Delta CJ_{i,t+1} + \alpha_5 \Delta LIQ_{i,t+1} + \alpha_6 \Delta TANG_{i,t+1} + \alpha_7 \Delta END_{i,t+1} + \alpha_8 \Delta DIM_{i,t+1} + \sum_{k=01}^{74} \alpha_1 SETOR_k + \sum_{n=2002}^{2007} \alpha_1 ANO_n + \varepsilon_{i,t+2}$$

Notas:

1. $CFIN_{i,t-1}$ representa o custo do financiamento no ano $t-1$; *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. i e t são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições apresentadas na Tabela 6.2.
2. O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. A presença de multicolinearidade foi testada através do Fator de Inflação de Tolerância (e.g. Gujarati, 2004) que apresenta valores muito inferiores ao valor considerado crítico, permitindo concluir pela não existência de multicolinearidade. O teste de *White* não levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos para ambos os modelos. O teste de *Breusch–Godfrey* não levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos para ambos os modelos. Entre parenteses apresenta-se a estatística t .
3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Os resultados apresentados na Tabela 6.7 evidenciam, tal como esperado, um coeficiente de sinal negativo e estatisticamente significativo para a variável $CFIN_{t-1}$ quer nas empresas com RLP positivo (α_1), quer nas empresas com RLP negativo ($\alpha_1 + \alpha_3$). O teste de *Wald* indica uma significância estatística a menos de 5% para o coeficiente desta variável nas empresas com RLP negativo ($\alpha_1 + \alpha_3$). O coeficiente não estatisticamente significativo para a variável $QIF * CFIN_{t-1}$ sugere que o nível das taxas de juro existentes em $t-1$ não influencia de modo diferente as variações no custo do financiamento das empresas que apresentam resultados negativos, comparativamente com as que mantêm os seus resultados positivos. A corroborar este resultado observa-se que a diferença entre o coeficiente da variável $CFIN_{t-1}$ nas empresas com RLP negativo ($\alpha_1 + \alpha_3$) e com RLP positivo (α_1), também avaliada com base no teste de *Wald*, não é estatisticamente significativa.

A evidência obtida sugere, tal como previsto, que as empresas que em $t-1$ suportavam um maior custo do financiamento tendem a ter menores variações nesse custo nos anos seguintes, sendo este efeito idêntico entre empresas com RLP negativo e com RLP positivo. Após controlar o efeito do $CFIN_{t-1}$, a variável QIF continua a apresentar um coeficiente de sinal positivo e estatisticamente significativo, o que corrobora a hipótese de investigação formulada de que a deterioração da qualidade da informação financeira origina um aumento do custo do financiamento bancário, sendo esse efeito desfasado no tempo.

Efeito da variação no RLP na relação entre o custo do financiamento e a deterioração da qualidade da informação financeira

A abordagem à deterioração da qualidade da informação financeira adotada no presente estudo, tem subjacente que a alteração de um RLP de sinal positivo para negativo é o fator determinante dessa deterioração e que esta não é afetada pela dimensão da variação do RLP, medida em termos percentuais. No sentido de testar se a dimensão da variação do RLP tem algum efeito no agravamento do custo do financiamento, introduziu-se no modelo 6.1 a variação percentual do RLP entre o ano $t-1$ e o ano t (ΔRLP_t) e uma variável interativa entre esta variação

e a deterioração da qualidade da informação financeira ($QIF * \Delta RLP_t$), dando origem ao modelo 6.5 a seguir representado.

$$\begin{aligned} \Delta CFIN_{i,t+2} = & \tau_0 + \tau_1 QIF_{i,t} + \tau_2 \Delta RLP_{i,t} + \tau_3 QIF * \Delta RLP_{i,t} + \tau_4 \Delta CJ_{i,t+1} + \tau_5 \Delta LIQ_{i,t+1} \\ & + \tau_6 \Delta TANG_{i,t+1} + \tau_7 \Delta END_{i,t+1} + \tau_8 \Delta DIM_{i,t+1} + \sum_{k=01}^{74} \tau_1 SETOR_k \\ & + \sum_{n=2002}^{2007} \tau_j ANO_n + \varepsilon_{i,t+2} \end{aligned} \quad [6.5]$$

Os resultados da estimação do modelo 6.5, apresentados na Tabela 6.8, evidenciam um coeficiente não estatisticamente significativo para a variável ΔRLP nas empresas com RLP positivo (τ_2). A significância estatística do coeficiente da variável ΔRLP nas empresas com RLP negativo ($\tau_2 + \tau_3$) foi avaliada com base no teste de *Wald*, que permitiu concluir que o mesmo também não é estatisticamente significativo. A diferença entre o coeficiente da $\Delta RLP_{i,t}$ nas empresas com RLP negativo e com RLP positivo, também testada com base no teste de *Wald*, não é estatisticamente significativa. Daqui resulta que a dimensão da variação do RLP, medida em termos percentuais, não influencia a variação observada no custo do financiamento. A variável QIF evidencia um coeficiente de sinal positivo e estatisticamente significativo, corroborando a existência da relação prevista entre a deterioração da qualidade da informação financeira e o custo do financiamento bancário.

Estes resultados sugerem que não é a magnitude da variação do RLP que determina o aumento do custo do financiamento, mas sim a alteração do sinal do RLP de positivo para negativo, reforçando a ideia de que essa alteração de sinal traduz uma deterioração da qualidade da informação financeira, que é percebida pelo banco como traduzindo um aumento do risco de informação da empresa.

6. O Custo do Financiamento Bancário e a Alteração da Qualidade da Informação Financeira: Um Estudo para o Caso Português

Tabela 6.8 – Efeito da variação no RLP na relação entre o custo do financiamento bancário e a deterioração da qualidade da informação financeira

	Sinal esperado	Modelo 6.5
		Coefficiente (estatística <i>t</i>)
<i>Constante</i>	?	0,0668 (0,63)
<i>QIF</i>	+	0,0912*** (2,61)
<i>ΔRLP</i>	?	-0,5063 (-1,04)
<i>QIF*ΔRLP</i>	?	0,6089 (0,86)
<i>ΔCJ</i>	-	-0,0119*** (-2,67)
<i>ΔLIQ</i>	-	-0,0152 (-0,38)
<i>ΔTANG</i>	-	-0,1848 (-0,61)
<i>ΔEND</i>	+	-1,6352*** (-5,09)
<i>ΔDIM</i>	-	0,3121*** (2,99)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim
N		750
R ² ajustado		16,87%
Estatística <i>F</i>		3,95***

Modelo 6.5:

$$\Delta CFIN_{i,t+2} = \tau_0 + \tau_1 QIF_{i,t} + \tau_2 \Delta RLP_{i,t} + \tau_3 QIF * \Delta RLP_{i,t} + \tau_4 \Delta CJ_{i,t+1} + \tau_5 \Delta LIQ_{i,t+1} + \tau_6 \Delta TANG_{i,t+1} + \tau_7 \Delta END_{i,t+1} + \tau_8 \Delta DIM_{i,t+1} + \sum_{k=01}^{74} \tau_1 SETOR_k + \sum_{n=2002}^{2007} \tau_j ANO_n + \varepsilon_{i,t+2}$$

Notas:

1. $\Delta RLP_{i,t}$ representa a variação, em termos percentuais, do resultado líquido do período entre o ano $t-1$ e o ano t , $SETOR$ e ANO representam variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. i e t são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições apresentadas na Tabela 6.2.
2. O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. A presença de multicolinearidade foi testada através do Fator de Inflação de Tolerância (e.g. Gujarati, 2004) que apresenta valores muito inferiores ao valor considerado crítico, permitindo concluir pela não existência de multicolinearidade. O teste de *White* não levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos para ambos os modelos. O teste de *Breusch–Godfrey* não levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos para ambos os modelos. Entre parênteses apresenta-se a estatística t .
3. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Efeito da auditoria na relação entre o custo do financiamento e a deterioração da qualidade da informação financeira

O estudo realizado por Minnis (2011), analisado no Capítulo 3 da Tese, demonstra que a informação financeira auditada tem um maior efeito na redução do custo do financiamento bancário, comparativamente com a informação financeira não auditada. Esta evidência sugere que os bancos, ao decidirem as taxas de juro dos empréstimos, incorporam de forma diferente a informação financeira auditada e a informação financeira não auditada. No sentido de aferir a existência de diferenças a este nível no presente estudo, introduziu-se no modelo 6.1 uma variável dicotómica (*AUD*) que assume o valor 1 quando a empresa tem auditor e o valor 0 se o contrário, dando origem ao modelo 6.6 a seguir representado.

$$\begin{aligned} \Delta CFIN_{i,t+2} = & \gamma_0 + \gamma_1 AUD_i + \gamma_2 QIF_{i,t} + \gamma_3 AUD_i * QIF_i + \gamma_4 \Delta CJ_{i,t+1} + \gamma_5 AUD_i * \Delta CJ_{i,t+1} \\ & + \gamma_6 \Delta LIQ_{i,t+1} + \gamma_7 AUD_i * \Delta LIQ_{i,t+1} + \gamma_8 \Delta TANG_{i,t+1} + \gamma_9 AUD_i * \Delta TANG_{i,t+1} \\ & + \gamma_{10} \Delta END_{i,t+1} + \gamma_{11} AUD_i * \Delta END_{i,t+1} + \gamma_{12} \Delta DIM_{i,t+1} + \gamma_{13} AUD_i \\ & * \Delta DIM_{i,t+1} + \sum_{k=01}^{74} \theta_1 SETOR_k + \sum_{n=2002}^{2007} \theta_j ANO_n + \varepsilon_{i,t+2} \end{aligned} \quad [6.6]$$

Os resultados da estimação do modelo 6.6, apresentados na Tabela 6.9, demonstram que a deterioração da qualidade da informação financeira origina um aumento do custo do financiamento quer nas empresas com auditor, quer nas empresas sem auditor. A diferença entre o coeficiente da variável *QIF* nas empresas com auditor ($\gamma_2 + \gamma_3$) e sem auditor (γ_2) foi testada através do teste de *Wald* que não evidenciou uma diferença estatisticamente significativa entre as mesmas. Este resultado sugere que os bancos penalizam a apresentação de um RLP negativo, com um aumento das taxas de juro, independentemente da informação financeira ser, ou não, auditada.

6. O Custo do Financiamento Bancário e a Alteração da Qualidade da Informação Financeira: Um Estudo para o Caso Português

Tabela 6.9 – Custo do financiamento bancário e a deterioração da qualidade da informação financeira em empresas com e sem auditor

	Sinal esperado	Coeficiente (p-value)		Diferença (p-value)
		Com auditor	Sem auditor	
<i>Constante</i>	?	0,0473 (0,7343)	0,0063 (0,9647)	0,0410 (0,3220)
<i>QIF</i>	+	0,0736** (0,0322)	0,1087** (0,0189)	-0,0351 (0,5481)
<i>ΔCJ</i>	-	-0,0142** (0,0118)	-0,0115 (0,1080)	-0,0027 (0,7537)
<i>ΔLIQ</i>	-	-0,0022 (0,9554)	-0,0386 (0,6418)	0,0364 (0,6932)
<i>ΔTANG</i>	-	-0,0307 (0,9397)	-0,5763 (0,2267)	0,5456 (0,3831)
<i>ΔEND</i>	+	-1,3318*** (0,0008)	-2,3311*** (0,0000)	0,9993 (0,1329)
<i>ΔDIM</i>	-	0,3099** (0,0210)	0,3573* (0,0923)	-0,0474 (0,8494)
<i>Variáveis ano</i>	?	Sim	Sim	
<i>Variáveis setor</i>	?	Sim	Sim	
N		750		
R ² Ajustado		17,00%		
Estatística F		3,54***		

Modelo 6.6:

$$\begin{aligned} \Delta CFIN_{i,t+2} = & \gamma_0 + \gamma_1 AUD_i + \gamma_2 QIF_{i,t} + \gamma_3 AUD_i * QIF_i + \gamma_4 \Delta CJ_{i,t+1} + \gamma_5 AUD_i * \Delta CJ_{i,t+1} + \gamma_6 \Delta LIQ_{i,t+1} \\ & + \gamma_7 AUD_i * \Delta LIQ_{i,t+1} + \gamma_8 \Delta TANG_{i,t+1} + \gamma_9 AUD_i * \Delta TANG_{i,t+1} + \gamma_{10} \Delta END_{i,t+1} \\ & + \gamma_{11} AUD_i * \Delta END_{i,t+1} + \gamma_{12} \Delta DIM_{i,t+1} + \gamma_{13} AUD_i * \Delta DIM_{i,t+1} + \sum_{k=0}^{74} \theta_k SETOR_k \\ & + \sum_{n=2002}^{2007} \theta_n ANO_n + \varepsilon_{i,t+2} \end{aligned}$$

Notas:

1. *AUD* é uma variável dicotómica que assume o valor 1 quando a empresa tem auditor e assume o valor 0 se o contrário. *SETOR* e *ANO* representam variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 quando a observação pertence, respetivamente, ao ano ou ao setor. Por questões de parcimónia os coeficientes destas variáveis não são incluídos na tabela. *i* e *t* são os índices que representam, respetivamente, a empresa e o ano. As restantes variáveis seguem as definições apresentadas na Tabela 6.2.
2. O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados em *pool* de dados. A presença de multicolinearidade foi testada através do Fator de Inflação de Tolerância (e.g. Gujarati, 2004) que apresenta valores muito inferiores ao valor considerado crítico, permitindo concluir pela não existência de multicolinearidade. O teste de *White* não levou à rejeição da hipótese de homocedasticidade dos resíduos. O teste de *Breusch–Godfrey* não levou à rejeição da hipótese de não existência de autocorrelação nos resíduos.
3. Nas empresas com auditor (*AUD=1*) a significância estatística da constante ($\gamma_0 + \gamma_1$) e dos coeficientes das variáveis *QIF* ($\gamma_2 + \gamma_3$), *ΔCJ* ($\gamma_4 + \gamma_5$), *ΔLIQ* ($\gamma_6 + \gamma_7$), *ΔTANG* ($\gamma_8 + \gamma_9$), *ΔEND* ($\gamma_{10} + \gamma_{11}$) e *ΔDIM* ($\gamma_{12} + \gamma_{13}$) foi avaliada utilizando o teste de *Wald*. A diferença entre os coeficientes das observações com e sem auditor foi também avaliada com base no teste de *Wald*.
4. ***, ** e * indicam significância estatística a menos de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

No que respeita às variáveis de controlo, os resultados obtidos vão na linha das análises anteriores. A ΔLIQ e $\Delta TANG$ não apresentam coeficientes estatisticamente significativos. O coeficiente da variável ΔEND e o coeficiente da ΔDIM são estatisticamente significativos, quer nas empresas com auditor, quer nas empresas sem auditor, mas de sinal contrário ao esperado. O coeficiente da variável ΔCJ apenas é estatisticamente significativo nas empresas com auditor, sugerindo que os bancos tendem a prestar maior atenção a este indicador quando o mesmo é determinado com base em informação financeira auditada. O teste de *Wald* à diferença entre os coeficientes das variáveis, entre empresas com e sem auditor, não evidenciou diferenças estatisticamente significativas.

Estes resultados sugerem que a penalização operada pelos bancos nas taxas de juro dos empréstimos, em consequência do relato de um RLP negativo, não é diferente consoante se trate de informação financeira auditada ou não auditada.

Os testes realizados confirmam as hipóteses de investigação formuladas, ou seja, a deterioração da qualidade da informação financeira, manifestada no relato de um RLP negativo, origina um aumento do custo do financiamento e esse aumento ocorre de forma desfasada em relação ao momento em que se observa aquela deterioração.

6.7 Conclusão

O estudo apresentado neste capítulo teve como objetivo dar resposta à terceira questão genérica de investigação formulada na Introdução da Tese, cujo objetivo foi o de perceber se e como as alterações da qualidade da informação financeira se repercutem no custo do financiamento bancário. Em concreto analisou-se o efeito da deterioração da qualidade da informação financeira, aferida com base na alteração do sinal do resultado líquido do período, de positivo para negativo, no custo do financiamento bancário.

A evidência empírica obtida demonstra que as empresas que observam uma deterioração da qualidade da informação financeira, aferida a partir da alteração do sinal do seu resultado líquido do período, de positivo para negativo, sofrem, durante os dois anos subsequentes ao relato daquele prejuízo, um aumento médio do custo do seu financiamento superior em cerca de 0,0867 pontos percentuais, face ao suportado pelas empresas que mantêm os seus resultados positivos. Durante o primeiro ano após o relato do prejuízo, aquele aumento é de apenas 0,0447 pontos percentuais, o que demonstra que o efeito da deterioração da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário tende a ocorrer de uma forma desfasada no tempo, como se havia previsto.

A análise de sensibilidade permitiu concluir que as variações no custo do financiamento estão condicionadas pelo nível das taxas de juro que vinham sendo cobradas pelos bancos, antes da deterioração da qualidade da informação financeira. Quando as taxas de juro são mais elevadas os bancos têm uma menor margem para o seu aumento, donde resultam menores variações no custo do financiamento. Este efeito é observado quer para as empresas que mantêm o seu RLP positivo, quer para aquelas que apresentam RLP negativo. De salientar que, após controlar este efeito, as empresas que apresentam RLP negativo, isto é, cuja qualidade da informação financeira se deteriorou, continuam a evidenciar um aumento médio do custo do seu financiamento superior ao observado nas empresas que mantiveram o seu RLP positivo.

Os testes realizados revelaram também que o facto determinante da deterioração da qualidade da informação financeira, e do conseqüente agravamento do custo do financiamento bancário, é, tal como se previu, a alteração do sinal dos resultados de positivo para negativo e não a magnitude da variação ocorrida nos resultados. Esta evidência corrobora a ideia de que os resultados negativos são de menor qualidade, comparativamente com os resultados positivos, pois têm uma menor capacidade de auxiliarem na previsão do desempenho e dos fluxos de caixa futuros da empresa (Hayn, 1995;

Burgstahler e Dichev, 1997b; Collins et al., 1999), envolvendo um maior risco de informação para os bancos.

Considerando a evidência proporcionada pelo estudo de Minnis (2011), onde o autor constatou que a informação financeira auditada tinha um maior efeito na redução do custo do financiamento, comparativamente com a informação financeira não auditada, também se procurou analisar possíveis diferenças na relação entre o custo do financiamento e a deterioração da qualidade da informação financeira, entre empresas com e sem auditor. Os resultados da análise não evidenciam diferenças estatisticamente significativas, relativamente ao efeito no custo do financiamento do relato de um resultado líquido do período negativo, entre aqueles dois tipos de empresas. Esta evidência sugere que os bancos penalizam a deterioração da qualidade da informação financeira, independentemente da mesma ter sido, ou não, auditada.

Este estudo faz três contributos. Primeiro, preenche uma lacuna da literatura nacional e internacional pois, tanto quanto se conhece, os estudos existentes apenas demonstram a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, sem analisar a forma como a alteração dessa qualidade se reflete naquele custo (e.g. Francis et al., 2005a; Gill de Albornoz Noguera e Illueca, 2007; Bharath et al., 2008; Karjalainen, 2011; Kim et al., 2011a; Minnis, 2011; Dedman e Kausar, 2012; e os estudos realizados nos Capítulos 4 e 5). Segundo, utiliza uma abordagem “dinâmica” na análise da relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, que se distingue das abordagens “estáticas” dos estudos referenciados, onde apenas se procura aferir a existência de uma associação entre aquelas duas variáveis, sem analisar de que forma as alterações na qualidade da informação financeira se refletem no custo do financiamento. Terceiro, utiliza uma metodologia inovadora na medição da qualidade da informação financeira, que tem por base a alteração do sinal dos resultados e que permite definir com precisão o momento da alteração daquela qualidade, o que não acontece com as medidas baseadas nos *accruals* anormais

utilizadas noutros estudos (e.g. Francis et al., 2005a; Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2007; Gray et al., 2009; Aldamen e Duncan, 2013).

A evidência empírica aqui apresentada reforça a ideia patente noutros estudos de que o relato de resultados negativos tem consequências económicas indesejáveis (e.g. Barth et al., 1999; Kasznik e McNichols, 2002; Jiang, 2008) que podem motivar o aparecimento de práticas de manipulação para evitar perdas (Burgstahler e Dichev, 1997a; Degeorge et al., 1999; Bhattacharya et al., 2003; Gallén Ortiz e Giner Inchausti, 2005; Moreira, 2008). Os resultados deste estudo afiguram-se de todo o interesse quer para a comunidade académica, quer para os bancos que, desta forma, têm evidência empírica que suporta a existência de um incentivo, por parte das empresas, à manipulação dos resultados para evitar perdas.

Pese embora a sua importância, este estudo não está isento de limitações. Uma delas prende-se com o facto de não se considerar que a manutenção ao longo de vários anos de resultados positivos de reduzido montante pode ser um indicador da presença de práticas de manipulação para evitar perdas e, conseqüentemente, de resultados de menor qualidade. Esta pode ser uma oportunidade de investigação futura.

6. O Custo do Financiamento Bancário e a Alteração da Qualidade da Informação Financeira: Um Estudo para o Caso Português

[Esta página foi intencionalmente deixada em branco]

7. Conclusão Geral, Contributos e Sugestões para Futura Investigação

Conclusão geral

Na presente Tese analisou-se a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira em empresas sem valores cotados de bolsa, com o objetivo de responder a três questões genéricas de investigação, a que corresponderam três estudos.

No primeiro estudo, apresentado no Capítulo 4, procurou-se responder à primeira questão, ou seja, saber se nas empresas portuguesas sem valores cotados em bolsa existe uma relação negativa entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira idêntica à observada noutros estudos (e.g. Gill de Albornoz Nogueir e Illueca, 2007; Francis et al., 2005a; Minnis, 2011).

Considerando a evidência proporcionada pelo estudo de Gill de Albornoz Nogueir e Illueca (2007), sobre empresas espanholas sem valores cotados em bolsa, onde se observou que a qualidade da informação financeira apenas influenciava o custo do financiamento das empresas de maior dimensão, o teste realizado no primeiro estudo contemplou uma análise da totalidade da amostra e por grupos de dimensão. Os resultados obtidos demonstram a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, quer na totalidade da amostra, quer nos grupos de dimensão considerados. O coeficiente obtido para a variável qualidade da informação financeira indica que, em termos médios, quando esta diminui 1%, o custo do financiamento aumenta 0,19 pontos percentuais. Considerando que as empresas portuguesas, quando comparadas com as espanholas, são, em média, de menor dimensão, este resultado sugere que o contexto português é diferente do espanhol. Em Portugal, a informação obtida através da banca relacional, ainda que possa ser considerada pelos bancos na determinação das taxas de juro, não parece substituir a informação financeira, tal como sugere a evidência relativa a Espanha.

Nas análises realizadas no primeiro estudo constatou-se que o coeficiente da variável de controlo relativa ao endividamento, utilizada como *proxy* para o

risco financeiro da empresa, apresentava, contrariamente ao esperado, um sinal negativo. Apesar de inesperado, este sinal já foi documentado noutros estudos (Francis et al., 2005a; Minnis, 2011) que argumentam dois tipos de razões para o mesmo. Minnis (2011) considera que as empresas mais endividadas podem ser empresas que recorrem a maiores montantes de financiamento, beneficiando de economias de escala que lhes permitem obter menores taxas de juro. Francis et al. (2005a) explicam que o sinal negativo é apenas uma consequência da forma como as variáveis são calculadas: o custo do financiamento inclui no denominador o passivo financeiro e este, por sua vez, faz parte do numerador do rácio de endividamento, donde resulta que um aumento (diminuição) do passivo financeiro faz aumentar (diminuir) o endividamento e diminuir (aumentar) o custo do financiamento. Neste estudo avançou-se com uma terceira explicação para aquele sinal negativo e que deriva do facto do aumento observado no nível de endividamento poder ser acompanhado da prestação de garantias, donde resulta um menor risco para o banco e, conseqüentemente, um menor custo do financiamento para a empresa.

Ainda no primeiro estudo analisou-se se as necessidades de financiamento da empresa, apreendidas através do rácio de endividamento, influenciam a relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira. Esta análise não tem sido considerada em estudos anteriores mas reveste-se de interesse já que existe evidência que documenta a existência de uma relação não linear entre as necessidades de financiamento e a qualidade da informação financeira (Martins e Moreira, 2009; Ghosh e Moon, 2010; Valipour e Moradbeygi, 2011) a qual pode afetar o efeito dessa mesma qualidade na redução do custo do financiamento bancário. Os testes realizados não revelaram diferenças estatisticamente significativas na relação observada entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, entre empresas com maiores e menores necessidades de financiamento.

Outra das análises efetuadas no primeiro estudo, consistiu em comparar o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento, entre

empresas com e sem auditor. Este teste teve por base o trabalho de Minnis (2011) cuja evidência demonstra que as empresas que sujeitam as suas demonstrações financeiras à auditoria externa, de forma voluntária, beneficiam de um menor custo do financiamento bancário, comparativamente com as empresas que não têm as suas demonstrações financeiras auditadas. Este estudo também revela que a informação financeira auditada tem um maior efeito na redução do custo do financiamento bancário, sendo este efeito observado a partir das variáveis incluídas no modelo de análise, representativas de rácios financeiros, que apresentam uma maior associação com o custo do financiamento nas empresas auditadas, comparativamente com as empresas não auditadas. Os testes realizados no estudo apresentado no Capítulo 4 demonstram que o efeito da qualidade da informação financeira na redução do custo do financiamento bancário é superior nas empresas com auditor, comparativamente com as empresas sem auditor. Esta evidência sugere que a sujeição das demonstrações financeiras à auditoria pode potenciar o efeito da qualidade da informação financeira na redução do custo do financiamento bancário, não só quando aquela sujeição resulta de uma opção da empresa, como havia constatado Minnis (2011), mas também quando a mesma é imposta legalmente, como acontece em Portugal.

No primeiro estudo procurou-se também aferir se o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário pode ser diferente consoante este se destine a financiar investimentos ou a financiar a tesouraria da empresa. Esta análise é motivada pelos estudos de Kim et al. (2011b) e Kim et al. (2013) onde se constata que a qualidade da informação financeira tem um maior efeito na redução do custo do financiamento destinado a investimentos, justificando-se essa evidência com o facto de nos financiamentos destinados a financiar a tesouraria, geralmente de curto prazo e de menores montantes, os bancos tenderem a basear as suas decisões com base na informação obtida através da banca relacional. Os resultados desta análise não evidenciam diferenças estatisticamente significativas no efeito da qualidade da informação financeira no custo daqueles dois tipos de financiamento, o que sugere que a

informação financeira é importante para a definição das taxas de juro de ambos os tipos de financiamento.

No primeiro estudo testou-se, também, a sensibilidade dos resultados à eliminação de observações extremas do custo do financiamento, à utilização de modelos de *accruals* alternativos para medir a qualidade da informação financeira, à consideração nos modelos de variáveis desfasadas em dois períodos e ao efeito da potencial endogeneidade da variável qualidade da informação financeira, originada pela omissão de variáveis no modelo. Esta análise permitiu corroborar as conclusões anteriormente apresentadas.

O segundo estudo, apresentado no Capítulo 5, teve como objetivo dar resposta à segunda questão genérica de investigação que era a de saber se a relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira é também observada nas empresas sem valores cotados em bolsa de outros países europeus e se existem diferenças entre esses países e Portugal. Para responder a esta questão analisaram-se empresas do Reino Unido, Alemanha, França, Espanha e Portugal. Seguindo a classificação de Ball et al. (2000), o Reino Unido representa nesta amostra o contexto institucional “*common law*” e os restantes países o contexto “*code law*”. Entre os países “*code law*” apontam-se algumas diferenças em termos do relacionamento entre bancos e empresas. Na Alemanha aquele relacionamento tende a ser estreito, com as empresas a financiarem-se, geralmente, junto de um único banco e de uma forma duradoura (Behr e Güttler, 2007). Em França as empresas relacionam-se com diferentes bancos ao longo do tempo (Quack e Swen, 1995; Dietsch e Golitin-Boubakari, 2002). Em Portugal e Espanha as empresas tendem a relacionar-se com um número reduzido de bancos, de uma forma duradoura (Jiménez e Saurina 2004; Hernández Cánovas e Martínez Solano, 2006; Bonfim et al., 2010).

A metodologia e as análises realizadas no segundo estudo seguiram de perto as do primeiro. A análise da relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira na totalidade da amostra e por grupos de dimensão revelou que em todos os países, com exceção do Reino Unido, aquela

relação é negativa e existe independentemente da dimensão da empresa. No Reino Unido os resultados desta análise sugerem que a qualidade da informação financeira não influencia o custo do financiamento bancário, nem na totalidade da amostra, nem em nenhum dos grupos de dimensão considerados. O facto da relação negativa encontrada entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira não ser condicionada pela dimensão da empresa, revela-se um resultado diferente do obtido por Gill de Albornoz Nogueira e Illueca (2007) para as empresas espanholas. Esta diferença pode resultar do facto da amostra utilizada por estes autores se caracterizar por uma maior variabilidade em termos de dimensão das empresas analisadas.

A comparação do efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário entre Portugal e os demais países não revelou diferenças estatisticamente significativas, exceção feita ao Reino Unido, pelos motivos referidos. Em termos médios, quando a qualidade da informação financeira diminui 1% o custo do financiamento aumenta cerca 0,13 pontos percentuais na Alemanha, 0,17 pontos percentuais em França, 0,13 pontos percentuais em Espanha e 0,19 pontos percentuais em Portugal.

À semelhança do primeiro estudo, também se testou se as necessidades de financiamento, apreendidas pelo rácio de endividamento da empresa, condicionam a relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira. Os resultados não evidenciaram, para nenhum dos países analisados, diferenças na relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, entre empresas com maiores e menores necessidades de financiamento.

No que respeita à existência de diferenças entre o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento destinado a investimentos e no custo do financiamento destinado à tesouraria, os resultados obtidos não evidenciaram diferenças em Portugal, Espanha, França e Alemanha. Para o Reino Unido constatou-se que a qualidade da informação financeira apenas afeta o custo do financiamento destinado a investimentos. Esta parece ser a razão pela

qual as anteriores análises realizadas para este país não evidenciaram uma relação estatisticamente significativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira. Estes resultados sugerem que, no Reino Unido, os bancos tendem a decidir os financiamentos destinados à tesouraria exclusivamente com base na informação obtida através da banca relacional, enquanto nos restantes países esta informação não substitui, pelo menos totalmente, a informação financeira.

Neste estudo testou-se, também, a sensibilidade dos resultados à eliminação de observações extremas do custo do financiamento, à utilização de modelos de *accruals* alternativos para medir a qualidade da informação financeira, à consideração nos modelos de variáveis desfasadas em dois períodos e ao efeito da potencial endogeneidade da variável qualidade da informação financeira, originada pela omissão de variáveis do modelo. Os resultados destes testes não alteraram as conclusões anteriormente apresentadas.

O terceiro estudo, apresentado no Capítulo 6, teve como objetivo dar resposta à terceira questão genérica de investigação que pretende aferir se as alterações da qualidade da informação financeira têm efeitos no custo do financiamento bancário. Para tal analisou-se o efeito neste custo da deterioração da qualidade da informação financeira, manifestada através da alteração do sinal do resultado líquido do período, de positivo para negativo. Na presença de resultados negativos os financiadores terão uma maior dificuldade em avaliar o risco de incumprimento da empresa, ou seja, enfrentam um maior risco de informação uma vez que os resultados negativos tendem a ser menos persistentes do que os resultados positivos (Subramanyam e Wild, 1996; Frankel e Litov, 2009), resultando daí uma menor capacidade de preverem o desempenho e os fluxos de caixa futuros da empresa (Hayn, 1995; Burgstahler e Dichev, 1997b; Collins et al., 1999). Por esse motivo, a alteração do sinal dos resultados, de positivo para negativo, traduz um aumento do risco de informação para os bancos, esperando-se que estes o repercutam no custo do financiamento.

7. Conclusão Geral, Contributos e Sugestões para Futura Investigação

A evidência obtida confirma a expectativa, demonstrando que as empresas cujos resultados passam de positivos para negativos suportam, nos dois anos seguintes, um aumento médio do custo do seu financiamento superior em cerca de 0,0867 pontos percentuais, face ao suportado pelas empresas que mantêm os seus resultados positivos. Durante o primeiro ano após o relato do prejuízo, aquele aumento é de apenas 0,0447 pontos percentuais. Estes resultados evidenciam que as empresas que observam uma deterioração da qualidade da informação financeira suportam um aumento do custo do seu financiamento e que este aumento tende a ser desfasado em relação ao momento em que ocorre aquela deterioração. Este desfasamento resulta do facto de os bancos apenas tomarem conhecimento do resultado definitivo da empresa no momento da sua prestação de contas, o que ocorre já em meados do ano seguinte àquele a que se reporta o resultado, sendo o mesmo repercutido nas posteriores decisões de concessão ou renovação de créditos.

Na análise de sensibilidade constatou-se que quando as taxas de juro são mais elevadas os bancos têm uma menor margem para o seu aumento, donde resultam menores variações no custo do financiamento. Este efeito verifica-se quer em empresas que mantêm o seu RLP positivo, quer em empresas que apresentam RLP negativo, ou seja, que observam uma deterioração da qualidade da informação financeira. Após controlar este efeito observa-se que as empresas que apresentaram um RLP negativo, isto é, cuja qualidade da informação financeira se deteriorou, continuam a evidenciar um aumento do custo do seu financiamento superior ao observado nas empresas que mantiveram os resultados positivos.

Os testes de sensibilidade realizados também revelaram que o facto determinante da deterioração da qualidade da informação financeira, e do conseqüente agravamento do custo do financiamento bancário, é a alteração do sinal dos resultados, de positivo para negativo, e não a magnitude da variação ocorrida nos resultados. Esta evidência vai de encontro à proporcionada por outros estudos e que sugere que os resultados negativos são de menor qualidade

do que os resultados positivos, pois possuem uma menor capacidade de auxiliarem na previsão do desempenho e dos fluxos de caixa futuros da empresa (e.g. Hayn, 1995; Burgstahler e Dichev, 1997b; Collins et al., 1999).

Por fim, e tendo por base o já referenciado estudo de Minnis (2011), analisou-se se o efeito da deterioração da qualidade da informação financeira no custo do financiamento é diferente entre empresas com e sem auditor. Os resultados obtidos evidenciam um efeito idêntico da deterioração da qualidade da informação financeira no custo do financiamento, entre empresas com e sem auditor, o que sugere que os bancos penalizam a deterioração da qualidade da informação financeira, independentemente da mesma ter sido, ou não, auditada.

Contributos

Os estudos realizados fazem vários contributos para a literatura, que a seguir se descrevem.

O primeiro estudo é, tanto quanto se conhece, o primeiro em Portugal a analisar o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário, colmatando uma lacuna na literatura nacional sobre a qualidade da informação financeira (e.g. Mendes e Rodrigues, 2006; Moreira, 2008; Pimentel e Canadas, 2008; Martins e Moreira, 2009; Marques et al., 2011). Ao nível internacional, a evidência proporcionada por este estudo contribui para demonstrar a existência de uma relação negativa entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, tendo por base empresas de menor dimensão e num contexto institucional diferente do que é, geralmente, analisado (e.g. Francis et al., 2005a; Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2007; Kim et al., 2011a; Karjalainen, 2011; Dedman e Kausar, 2012). Este estudo também proporciona evidência de que a sujeição das demonstrações financeiras à auditoria potencia o efeito da qualidade da informação financeira na redução do custo do financiamento bancário, não só quando aquela sujeição tem um carácter voluntário, como havia constatado Minnis (2011), mas também quando é uma obrigatoriedade legal, como acontece em Portugal. Por fim, este estudo apresenta

e testa uma nova explicação para o sinal negativo do coeficiente da variável endividamento, que é uma variável de controlo do modelo de análise à relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira, relativamente à qual se esperava um coeficiente de sinal positivo. A análise realizada permitiu constatar que o sinal negativo da referida variável pode ser consequência do aumento do endividamento ser acompanhado da prestação de garantias, o que não envolve um aumento do risco de incumprimento, podendo, até, levar à sua diminuição, com a consequente redução do custo do financiamento bancário. Trata-se de uma nova explicação a juntar às já proporcionadas pelos estudos de Francis et al. (2005a) e Minnis (2011), onde foi observado idêntico sinal.

O segundo estudo, ao proporcionar evidência sobre a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira em empresas sem valores cotados em bolsa europeias, preenche uma lacuna na investigação de âmbito internacional, sobretudo centrada em empresas com valores cotados em bolsa e no custo do capital próprio (e.g. Bhattacharya et al., 2003; Francis et al., 2005b). Este estudo apresenta uma análise inovadora, relativamente a outros estudos de cariz internacional, pois compara o efeito da qualidade da informação financeira no custo do financiamento bancário observado em Portugal, com os restantes países analisados. Tanto quanto se sabe, este estudo proporciona pela primeira vez evidência sobre a relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade dos resultados para o Reino Unido, a Alemanha e a França. Os resultados obtidos para o Reino Unido, país onde a qualidade da informação financeira parece apenas influenciar o custo dos empréstimos destinados a financiar investimentos, proporcionam evidência adicional aos estudos de Kim et al. (2011b) e Kim et al. (2013), onde se observa que os bancos tendem a negociar os empréstimos destinados a financiar a tesouraria, geralmente de mais curto prazo, apenas com base na informação obtida através da banca relacional.

O terceiro estudo apresenta uma abordagem inovadora à relação entre a qualidade da informação financeira e o custo do financiamento bancário. Os

estudos existentes têm adotado uma abordagem “estática” na análise àquela relação, que procura demonstrar a existência de uma associação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira (e.g. Francis et al., 2005a; Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2007; Bharath et al., 2008; Karjalainen, 2011; Kim et al., 2011a; Minnis, 2011; Dedman e Kausar, 2012). Neste estudo adota-se uma abordagem “dinâmica” onde se procura analisar a existência de uma relação de causa e efeito entre as alterações da qualidade da informação financeira e o custo do financiamento bancário. Este estudo utiliza ainda uma metodologia inovadora na medição da qualidade da informação financeira que tem por base a alteração do sinal dos resultados. Comparativamente com as medidas baseadas nos *accruals* anormais utilizadas noutros estudos (e.g. Francis et al., 2005a; Gill de Albornoz Nogueira e Illueca, 2007; Gray et al., 2009; Aldamen e Duncan, 2013; e estudos apresentados nos Capítulos 4 e 5), esta medida tem a vantagem de permitir definir, com precisão, o momento da alteração da qualidade da informação financeira. Os resultados deste estudo permitem reforçar a ideia de que o relato de resultados negativos tem consequências económicas indesejáveis, tais como a redução do valor das ações ou uma diminuição dos *ratings* de crédito da empresa, que têm sido documentadas em vários estudos (e.g. Barth et al., 1999; Kasznik e McNichols, 2002; Jiang, 2008). A necessidade de evitar este tipo de consequências gera incentivos para as designadas práticas de manipulação dos resultados para evitar perdas (Burgstahler e Dichev, 1997a; DeGeorge et al., 1999; Bhattacharya et al., 2003; Gallén Ortiz e Giner Inchausti, 2005; Moreira, 2008). Por este motivo, os resultados deste estudo proporcionam evidência empírica adicional para a existência de incentivos a este tipo de práticas.

Os resultados dos estudos realizados afiguram-se de interesse para os académicos, pelo facto de proporcionarem nova evidência sobre a relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira, bem como novas abordagens de análise a essa relação; para os preparadores da informação financeira e para os gestores, porque demonstram que a qualidade da informação financeira das empresas sem valores cotados em bolsa também tem um efeito

económico, a redução do custo do financiamento bancário, o que pode constituir uma importante contrapartida para o custo de preparação dessa informação; e para os bancos, que dispõem de evidência empírica que suporta a existência de um incentivo, por parte das empresas, à manipulação dos resultados para evitar perdas.

Apesar da sua importância, os estudos realizados não estão isentos de limitações. Uma delas surge associada à *proxy* utilizada para a variável custo do financiamento que, como referem Aldamen e Duncan (2013), traduz uma medida com algum ruído que pode levar à rejeição da hipótese de existência de uma relação entre o custo do financiamento e a qualidade da informação financeira, quando a mesma existe. No entanto, a constatação da existência daquela relação com a utilização desta *proxy* torna os resultados obtidos mais robustos, pois sugere que a mesma relação seria também encontrada se fossem utilizadas, como medida do custo do financiamento, as taxas de juro praticadas nos empréstimos bancários.

Sugestões para futura investigação

Como atrás se referiu, a *proxy* utilizada para a variável custo do financiamento bancário traduz uma medida com algum ruído, que pode levar a que se conclua pela não existência de uma relação entre essa variável e as variáveis independentes, quando a mesma existe (Aldamen e Duncan, 2013). Por este motivo, uma sugestão para futura investigação, que pressupõe a utilização de uma amostra para a qual se disponha de informação sobre as taxas de juro suportadas nos financiamentos obtidos, consiste na comparação dos resultados obtidos com a utilização da medida do custo do financiamento dada pelo rácio entre os gastos com juros e a dívida financeira média do ano, com uma medida do custo do financiamento diretamente obtida a partir de informação sobre as taxas de juro.

A natureza dos dados analisados nos estudos apresentados nos Capítulos 4 e 5, por não consistirem em séries temporais suficientemente longas, não

7. Conclusão Geral, Contributos e Sugestões para Futura Investigação

permitem testar outras medidas da qualidade da informação financeira, por exemplo, baseadas no desvio-padrão dos *accruals* anormais ou em propriedades temporais dos resultados, tais como, a persistência, o alisamento ou o conservadorismo. Uma sugestão de investigação futura, condicionada à obtenção de dados para um maior número de anos por empresa, consiste na análise da relação entre o custo do financiamento bancário e a qualidade da informação financeira, utilizando medidas alternativas de qualidade dos resultados.

Este tipo de análise permitirá perceber se diferentes propriedades dos resultados têm a mesma importância no contexto de decisão subjacente à contratação de financiamento bancário. Dechow et al. (2010) referem que, apesar de a literatura tratar as várias medidas de qualidade dos resultados como substitutas, a evidência tem demonstrado que as conclusões obtidas com base em diferentes medidas nem sempre são convergentes. Tal pode significar que diferentes medidas de qualidade dos resultados captam diferentes perspetivas do que deve ser a sua qualidade e que diferentes contextos de decisão exigem diferentes medidas de qualidade dos resultados. As autoras referem que são necessários mais estudos no sentido de perceber estas diferenças, pelo que a sugestão de investigação aqui proposta pode contribuir nesse sentido.

Outra sugestão de investigação futura consiste em alargar a evidência obtida no estudo apresentado no Capítulo 5 a outros países “*common law*”, no sentido de verificar se a relação aí observada para o Reino Unido, em particular as diferenças no efeito da qualidade da informação financeira entre empréstimos destinados a financiar investimentos e empréstimos destinados a financiar a tesouraria, também se verificam noutros países com idêntico contexto institucional.

Na linha do estudo apresentado no Capítulo 6, uma sugestão de investigação futura consiste em analisar até que ponto práticas de manipulação dos resultados no sentido de evitar perdas, consubstanciadas na manutenção de resultados positivos de reduzido montante ao longo de vários anos, têm efeito no custo do financiamento bancário. Outra sugestão de investigação é a análise do

7. Conclusão Geral, Contributos e Sugestões para Futura Investigação

efeito no custo do financiamento de uma melhoria na qualidade dos resultados, apreendida, por exemplo, pela mudança do sinal dos resultados de negativos para positivos.

8. Bibliografia

- Ahmed, A. S., B. K. Billings, R. M. Morton e M. Stanford-Harris. (2002). The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts Over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs. *The Accounting Review*. 77(4): 867–890.
- AIP, Associação Industrial Portuguesa e CEP, Confederação Empresarial de Portugal. (2012). Inquérito ao Crédito. <http://www.cip.org.pt>, acessado em 09/08/2013.
- Alcarria Jaime, J. J. e B. Gill de Albornoz Noguier. (2004). Specification and Power of Cross-Sectional Abnormal Working Capital Accruals Models in the Spanish Context. *European Accounting Review*. 13(1): 73-104.
- Aldamen, H. e K. Duncan. (2013). Pricing of Innate and Discretionary Accruals in Australian Debt. *Accounting and Finance*. 53: 31–53.
- Allee, K. D. e T. L. Yohn. (2009). The Demand for Financial Statements in an Unregulated Environment: An Examination of the Production and Use of Financial Statements by Privately Held Small Businesses. *The Accounting Review*. 84(1): 1-25.
- Anderson, R. C., S. A. Mansi e D. M. Reeb. (2003). Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*. 68: 263–285.
- Armstrong, C. S., W. R. Guay e J. Weber. (2010). The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting. *Journal of Accounting and Economics*. 50: 179–234.
- Arruñada, B. (1998). *Teoría Contractual de la Empresa*. Espanha: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A.
- Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins, D. W. e R. LaFond. (2006). The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings. *Journal of Accounting and Economics*. 42(1-2): 203–243.
- Asquith, P., A. Beatty e J. Weber. (2005). Performance Pricing in Bank Debt Contracts. *Journal of Accounting and Economics*. 40: 101–128.

- Atieh, A. e S. Hussain. (2012). Do UK Firms Manage Earnings to Meet Dividend Thresholds? *Accounting and Business Research*. 42(1): 77–94.
- Azofra, V., L. Castrillo e M. M. Delgado. (2003). Ownership Concentration, Debt Financing and the Investment Opportunity Set as Determinants of Accounting Discretion: Empirical Evidence from Spain. *Spanish Journal of Finance and Accounting*. 115: 215–255.
- Ball, R. e P. Brown. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*. 6(2): 159–178.
- _____, S. P. Kothari e A. Robin. (2000). The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings. *Journal of Accounting and Economics*. 29: 1–51.
- _____, e L. Shivakumar. (2005). Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness. *Journal of Accounting and Economics*. 39(1): 83–128.
- Baralexis, S. (2004). Creative Accounting in Small Advancing Countries: The Greek Case. *Managerial Auditing Journal*. 19(3): 440-461.
- Barth, M. E., J. A. Elliott e M. W. Finn. (1999). Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings. *Journal of Accounting Research*. 37(2): 387–413.
- Basu, S. (1997). The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*. 24(1): 3–37.
- Beatty, A. e J. Weber. (2003). The Effects of Debt Contracting on Voluntary Accounting Method Changes. *The Accounting Review*. 78(1): 119-142.
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*. 6: 67–92.
- Behr, P. e A. Güttler, A. (2007). Credit Risk Assessment and Relationship Lending: An Empirical Analysis of German Small and Medium-Sized Enterprises. *Journal of Small Business Management*. 45(2): 194–213.

- Beneish, M. D. (2001). Earnings Management: A Perspective. *Managerial Finance*. 27(12): 3-17.
- Berger, A. N. e G. F. Udell. (1995). Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance. *Journal of Business*. 68(3): 351–381.
- _____ e _____. (2006). A More Complete Conceptual Framework for SME Finance. *Journal of Banking and Finance*. 30: 2945-2966.
- Berger, P. G., E. Ofek, E. e I. Swary. (1996). Investor Valuation of the Abandonment Option. *Journal of Financial Economics*. 42: 257-287.
- Bharath, S. T., J. Sunder e S. V. Sunder. (2008). Accounting Quality and Debt Contracting. *The Accounting Review*. 83(1): 1-28.
- Bhattacharya, U., H. Daouk e M. Welker. (2003). The World Price of Earnings Opacity. *The Accounting Review*. 78(3): 641-678.
- Bhojraj, S. e P. Sengupta. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *Journal of Business*. 76(3): 455–475.
- Blackwell, D. W., T. R. Noland e D. B. Winters. (1998). The Value of Auditor Assurance: Evidence from Loan Pricing. *Journal of Accounting Research*. 36(1): 57–70.
- Bonfim, D., Q. Dai e F. Franco. (2010). Relações Bancárias e Custos de Financiamento. In Relatório de Estabilidade Financeira. Maio 2010: 163–179. Lisboa: Banco de Portugal.
- Boot, A. W. A. (2000). Relationship Banking: What Do We Know? *Journal of Financial Intermediation*. 9(1): 7–25.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*. 72(3): 323-349.
- Burgstahler, D. C. e I. D. Dichev. (1997a). Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses. *Journal of Accounting and Economics*. 24: 99–126.

- _____. e _____. (1997b). Earnings, Adaptation and Equity Value. *The Accounting Review*. 72(2): 187-215.
- _____, L. Hail e C. Leuz. (2006). The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms. *Accounting Review*. 81(5): 983–1016.
- Carey, M., S. Prowse, J. Rea e G. F. Udell. (1993). The Economics of the Private Placement Market. <http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/1990-99/ss166.pdf>, acedido em 02/12/2012.
- Cassar, G. (2011). Discussion of The Value of Financial Statement Verification in Debt Financing: Evidence from Private U.S. Firms. *Journal of Accounting Research*. 49(2): 507–528.
- Chou, D. W., C. E. Wang, S. S. Chen e S. Tsai. (2009). Earnings Management and the Long-Run Underperformance of Firms Following Convertible Bond Offers. *Journal of Business Finance and Accounting*. 36(1/2): 73–98.
- Cohen, D. A. (2008). Does Information Risk Really Matter? An Analysis of the Determinants and Economic Consequences of Financial Reporting Quality. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*. 15: 69–90.
- Collins, D. W., M. Pincus e H. Xie. (1999). Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity. *The Accounting Review*. 74(1): 29-61.
- Comissão das Comunidades Europeias. (2002). Regulamento (CE) N.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho de 2002, Relativo à Aplicação das Normas Internacionais de Contabilidade. Jornal Oficial das Comunidades Europeias. L 243 PT: 1–4.
- _____. (2003a). Observações Relativas a Certas Disposições do Regulamento (CE) N.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho de 2002, Relativo à Aplicação das Normas Internacionais de Contabilidade, bem como da Quarta Directiva 78/660/CEE do Conselho, de 25 de Julho de 1978, e ainda da Sétima

Directiva 83/349/CEE do Conselho, de 13 de Junho de 1983, relativa às contas consolidadas. Bruxelas.

_____. (2003b). Recomendação da Comissão 2003/361/CE de 20.05.2003 Relativa à Definição de Micro, Pequenas e Médias Empresas. Jornal Oficial da União Europeia. L 140: 36–40.

Coppens, L. e E. Peek. (2005). An Analysis of Earnings Management by European Private Firms. *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*. 14: 1-17.

Core, J., W. R. Guay e R. Verdi. (2008). Is Accruals Quality a Priced Risk Factor? *Journal of Accounting and Economics*. 46: 2–22.

DeAngelo, L. (1986). Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders. *Accounting Review*. 61(3): 400-420.

DeAngelo, H., L. DeAngelo e D. J. Skinner. (1994). Accounting Choice in Troubled Companies. *Journal of Accounting and Economics*. 17: 113–143.

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: 3–42.

_____, R. G. Sloan e A. P. Sweeney. (1995). Detecting Earnings Management. *Accounting Review*. 70(2): 193–225.

_____, S. P. Kothari e R. L. Watts. (1998). The Relation Between Earnings and Cash Flows. *Journal of Accounting and Economics*. 25: 133-168.

_____ e I. D. Dichev. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *Accounting Review*. 77: 35-59.

_____ e C. M. Schrand. (2004). Earnings Quality. Charlottesville: The Research Foundation of CFA Institute.

- _____, W. Ge e C. M. Schrand. (2010). Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, their Determinants and their Consequences. ***Journal of Accounting and Economics***. 50: 344-401.
- _____, A. P. Hutton, J. H. Kim e R. G. Sloan. (2012). Detecting Earnings Management: A New Approach. ***Journal of Accounting Research***. 50(2): 275–334.
- Dedman, E. e A. Kausar. (2012). The Impact of Voluntary Audit on Credit Ratings: Evidence From UK Private Firms. ***Accounting and Business Research***. 42(4): 397–418.
- DeFond, M. L. e J. Jiambalvo. (1994). Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. ***Journal of Accounting and Economics***. 17: 145–176.
- _____. (2010). Earnings Quality Research: Advances, Challenges and Future Research. ***Journal of Accounting and Economics***. 50: 402–409.
- DeGeorge, F., J. Patel e R. Zeckhauser. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds. ***Journal of Business***. 72(1): 1–33.
- Diamond, D. W. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. ***Review of Economic Studies***. LI: 393-414.
- _____. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. ***Journal of Political Economy***. 97(4): 828-862.
- _____. (1991). Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt. ***Journal of Political Economy***. 99(4): 689-721.
- _____ e R. E. Verrecchia. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. ***The Journal of Finance***. XLVI(4): 1325–1359.
- Dichev, I. D. e D. J. Skinner. (2002). Large-Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis. ***Journal of Accounting Research***. 40(4): 1091–1123.

- Dietsch, M. e V. Golitin-Boubakari. (2002). L'Évolution des Relations Banques-Entreprises Dans les Années 1990. <http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/dietschgolitin.pdf>, acessado em 02/12/2012.
- Easley, D., S. Hvidkjaer e M. O'Hara. (2002). Is Information Risk a Determinant of Asset Returns? *The Journal of Finance*. LVII(5): 2185–2221.
- _____ e M. O'Hara. (2004). Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*. LIX(4): 1553–1583.
- Eberhartinger, E. (1999). The Impact of Tax Rules on Financial Reporting in Germany, France, and the UK. *The International Journal of Accounting*. 34(1): 93–119.
- Eilifsen, A., K. H. Knivsfla e F. Sættem. (1999). Earnings Manipulation: Cost of Capital versus Tax. *European Accounting Review*. 8(3): 481–491.
- European Commission. (2012). SBA Fact Sheets. <http://ec.europa.eu>, acessado em 09/08/2013.
- Eurostat. (2008). NACE Rev. 2 - Statistical Classification of Economic Activities in the European Community. <http://ec.europa.eu/eurostat>, acessado em 30/06/2012.
- Fan, Q. e X. J. Zhang. (2012). Accounting Conservatism, Aggregation, and Information Quality. *Contemporary Accounting Research*. 29(1): 38–56.
- FASB. Financial Accounting Standards Board. (1980). Statement of Financial Accounting Concepts n.º 2 - Qualitative Characteristics of Accounting Information. Stanford, CT: FASB.
- Fields, L. P., D. R. Fraser e A. Subrahmanyam. (2012). Board Quality and the Cost of Debt Capital: The Case of Bank Loans. *Journal of Banking & Finance*. 36: 1536–1547.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson e K. Schipper. (2004). Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*. 79(4): 967-1010.

- _____, _____, _____ e _____. (2005a). The Market Pricing of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics*. 39: 295–327.
- _____, I. K. Khurana e R. Pereira. (2005b). Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World. *Accounting Review*. 80(4): 1125–1162.
- _____, D. Nanda e P. Olsson. (2008). Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*. 46(1): 53–99.
- Frankel, R. e L. Litov. (2009). Earnings Persistence. *Journal of Accounting and Economics*. 47: 182–190.
- Gaio, C. e C. Raposo. (2011). Earnings Quality and Firm Valuation: International Evidence. *Accounting and Finance*. 51: 467–499.
- Gallén Ortiz, M. L. e B. Giner Inchausti. (2005). La Alteración del Resultado para Evitar Pérdidas y Descensos: Evidencia Empírica. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. XXXIV(124): 141–181.
- Gameiro, I. M. e N. G. Ribeiro. (2007). Custo de Financiamento das Empresas Portuguesas. In Boletim Económico Outono 2007: 103-117. Lisboa: Banco de Portugal.
- Gerakos, J. (2012). Discussion of Detecting Earnings Management: A New Approach. *Journal of Accounting Research*. 50(2): 335–347.
- García Lara, J. M., B. García Osma e A. Mora. (2005). The Effect of Earnings Management on the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Business Finance & Accounting*. 32(3/4): 691–726.
- Ghosh, A. e D. Moon. (2010). Corporate Debt Financing and Earnings Quality. *Journal of Business Finance and Accounting*. 37(5/6): 538-559.
- Gill de Albornoz Noguera, B. e M. Illueca. (2006). Efectos de la Confianza en la Información Contable sobre el Coste de la Deuda. *Documentos de Trabajo 8*. Bilbao: Fundación BBVA.

- _____ e _____. (2007). La Calidad de los Ajustes por Devengo No Afecta al Coste de la Deuda de las PYMES Españolas. ***Investigaciones Economicas***. XXXI(1): 79-117.
- Givoly, D. e C. Hayn. (2000). The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservative? ***Journal of Accounting and Economics***. 29(3): 287-320.
- Graham, J., S. Li e J. Qiu. (2008). Corporate Misreporting and Bank Loan Contracting. ***Journal of Financial Economics***. 89(1): 44-61.
- Gray, P., P. S. Koh e Y. H. Tong. (2009). Accruals Quality, Information Risk and Cost of Capital: Evidence from Australia. ***Journal of Business Finance and Accounting***. 36(1/2): 51-72.
- Guay, W. R., S. P. Kothari e R. L. Watts. (1996). A Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models. ***Journal of Accounting Research***. 34: 83–105.
- Gujarati, D. N. (2004). ***Econometría*** (4.^a edição). México: Mc Graw-Hill Interamericana.
- Habib, A. (2006). Information Risk and the Cost of Capital: Review of the Empirical Literature. ***Journal of Accounting Literature***. 25: 127-168.
- 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***. 44(3): 485–531.
- Hayn, C. (1995). The Information Content of Losses. ***Journal of Accounting and Economics***. 20: 125–153.
- Healy, P. M. (1985). The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. ***Journal of Accounting and Economics***. 7: 85–107.
- _____ e K. G. Palepu. (1990). Effectiveness of Accounting-Based Dividend Covenants. ***Journal of Accounting and Economics***. 12: 97–123.

- _____ e J. M. Wahlen. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*. 13(4): 365–383.
- Hernández Cánovas, G. e P. Martínez Solano. (2006). Banking Relationships: Effects on Debt Terms for Small Spanish Firms. *Journal of Small Business Management*. 44(3): 315–333.
- Holthausen, R. W. e R. W. Leftwich. (1983). The Economic Consequences of Accounting Choice: Implications of Costly Contracting and Monitoring. *Journal of Accounting and Economics*. 5: 77–117.
- Hribar, P. e D. W. Collins. (2002). Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research. *Journal of Accounting Research*. 40(1): 105–134.
- _____ e D. C. Nichols. (2007). The Use of Unsigned Earnings Quality Measures in Tests of Earnings Management. *Journal of Accounting Research*. 45(5): 1017–1053.
- ICAEW. (2010). ICAEW Business Opinion External Debt Financing of UK Businesses. <http://www.icaew.com>, acessado em 02/12/2012.
- INE. Instituto Nacional de Estatística. (2013). Empresas em Portugal 2011. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística.
- Jaggi, B. e P. Lee. (2002). Earnings Management Response to Debt Covenant Violations and Debt Restructuring. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. 17: 295–324.
- Jensen, M. e W. Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3(4): 305–360.
- Jiang, J. (2008). Beating Earnings Benchmarks and the Cost of Debt. *The Accounting Review*. 83(2): 377-416.

- Jiménez, G. e J. Saurina. (2004). Collateral, Type of Lender and Relationship Banking as Determinants of Credit Risk. ***Journal of Banking & Finance***. 28(9): 2191–2212.
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. ***Journal of Accounting Research***. 29(2): 193–228.
- Kang, S. H. e K. Sivaramakrishnan. (1995). Issues in Testing Earnings Management and an Instrumental Variable Approach. ***Journal of Accounting Research***. 33(2): 353–367.
- Karjalainen, J. (2011). Audit Quality and Cost of Debt Capital for Private Firms: Evidence from Finland. ***International Journal of Auditing***. 15: 88-108.
- Kasznik, R. e M. F. McNichols. (2002). Does Meeting Earnings Expectations Matter? Evidence from Analyst Forecast Revisions and Share Prices. ***Journal of Accounting Research***. 40(3): 727–759.
- Kim, J. B., D. A. Simunic, M. T. Stein e C. H. Yi. (2011a). Voluntary Audits and the Cost of Debt Capital for Privately Held Firms: Korean Evidence. ***Contemporary Accounting Research***. 28(2): 585–615.
- _____, J. L. Tsui e C. H. Yi. (2011b). The Voluntary Adoption of International Financial Reporting Standards and Loan Contracting Around the World. ***Review of Accounting Studies***. 16(4): 779–811.
- _____, B. Song e J. L. Tsui. (2013). Auditor Size, Tenure, and Bank Loan Pricing. ***Review of Quantitative Finance and Accounting***. 40(1): 75–99.
- Kothari, S. P., A. J. Leone e C. E. Wasley. (2005). Performance Matched Discretionary Accrual Measures. ***Journal of Accounting and Economics***. 39(1): 163-197.
- KPMG. (2003). Implementing IFRS: Extract From: IFRS Compared With US GAAP and French GAAP. <http://www.kpmg.com.cn>, acedido em 02/12/2012.

- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer e R. W. Vishny. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*. LII(3): 1131-1150.
- _____, _____, _____ e _____. (1998). Law and Finance. *The Journal of Political Economy*. 106(6): 1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes e A. Shleifer. (2008). The Economic Consequences of Legal Origins. *Journal of Economic Literature*. 46(2): 285–332.
- Laeven, L. e G. Majnoni. (2005). Does Judicial Efficiency Lower the Cost of Credit? *Journal of Banking & Finance*. 29(7): 1791–1812.
- Lamb, M., C. Nobes e A. Roberts. (1998). International Variations in the Connections Between Tax and Financial Reporting. *Accounting and Business Research*. 28(3): 173–188.
- Lambert, R. A., C. Leuz e R. E. Verrecchia. (2007). Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*. 45(2): 385–420.
- _____, _____ e _____. (2011). Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital. *Review of Finance*. 16: 1–29.
- Lane, C. e S. Quack. (2002). How Banks Construct and Manage Risk: a Sociological Study of Small Firm Lending in Britain and Germany. <http://hdl.handle.net/10419/44066>, acessado em 25/07/2012.
- Larcker, D. F. e T. O. Rusticus. (2010). On the Use of Instrumental Variables in Accounting Research. *Journal of Accounting and Economics*. 49(3): 186-205.
- Legoria, J., D. Cagwin e K. F. Sellers. (1999). Earnings Management in Anticipation of Debt Financing. *Accounting Enquiries*. 9(1): 1-46.

- Leuz, C., D. Nanda e P. D. Wysocki. (2003). Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. ***Journal of Financial Economics***. 69(3): 505–527.
- Lev, B. (1989). On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research. ***Journal of Accounting Research***. 27: 153–192.
- Li, S. (2010). Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital? ***The Accounting Review***. 85(2): 607-636.
- Liu, Y., Y. Ning e W. Davidson III. (2010). Earnings Management Surrounding New Debt Issues. ***The Financial Review***. 45(3): 659–681.
- Mansi, S. A., W. F. Maxwell e D. P. Miller. (2004). Does Auditor Quality and Tenure Matter to Investors? Evidence from the Bond Market. ***Journal of Accounting Research***. 42(4): 755–793.
- Marques, M., L. L. Rodrigues e R. Craig. (2011). Earnings Management Induced by Tax Planning: The Case of Portuguese Private Firms. ***Journal of International Accounting, Auditing and Taxation***. 20(2): 83–96.
- Martins, O. R. S. e J. A. C. Moreira. (2009). Endividamento Bancário e Qualidade da Informação Financeira: Um Estudo para o Caso Português. ***Jornal de Contabilidade da APOTEC***. 388: 217-231.
- Mazumdar, S. C. e P. Sengupta. (2005). Disclosure and the Loan Spread on Private Debt. ***Financial Analysts Journal***. 61(3): 83-95.
- McNichols, M. F. (2000). Research Design Issues in Earnings Management Studies. ***Journal of Accounting and Public Policy***. 19: 313–345.
- _____. (2002). Discussion of The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. ***Accounting Review***. 77: 61-69.
- Mendes, C. A. e L. L. Rodrigues. (2006). Estudo de Práticas de Earnings Management nas Empresas Portuguesas Cotadas em Bolsa: Identificação

- de Alisamento de Resultados e Seus Factores Explicativos. **Revista de Estudos Politécnicos/Polytechnical Studies Review**. III(5/6): 145–173.
- Minnis, M. (2011). The Value of Financial Statement Verification in Debt Financing: Evidence from Private U.S. Firms. **Journal of Accounting Research**. 49(2): 457-506.
- Moreira, J. A. C. (2006). Are Financing Needs a Constraint to Earnings Management? Evidence for Private Portuguese Firms. CETE discussion papers 0610: Faculdade de Economia da Universidade do Porto.
- _____. (2008). A Manipulação dos Resultados das Empresas: Um Contributo para o Estudo do Caso Português. **Jornal de Contabilidade da APOTEC**. 373: 112–120 e 374:144–153.
- _____. (2009). Investigação em Contabilidade Financeira: Três Contribuições Seminais. In M. J. Major & R. Vieira (Eds.), **Contabilidade e Controlo de Gestão Teoria, Metodologia e Prática**: 89–127. Lisboa: Escolar Editora.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing . **Journal of Financial Economics**. 5: 147–175.
- Nikolaev, V. e L. van Lent. (2005). The Endogeneity Bias in the Relation between Cost-of-Debt Capital and Corporate Disclosure Policy. **European Accounting Review**. 14(4): 677–724.
- Othman, H. B. e D. Zeghal. (2006). A Study of Earnings-Management Motives in the Anglo-American and Euro-Continental Accounting Models: The Canadian and French cases. **The International Journal of Accounting**. 41(4): 406–435.
- Peasnell, K. V., P. F. Pope e S. Young. (2000). Detecting Earnings Management Using Cross-Sectional Abnormal Accruals Models. **Accounting and Business Research**. 30(4): 313–326.

- Peek, E., R. Cuijpers e W. Buijink. (2010). Creditors' and Shareholders' Reporting Demands in Public Versus Private Firms: Evidence from Europe. ***Contemporary Accounting Research***. 27(1): 49–91.
- Petersen, M. A. e R. G. Rajan. (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. ***The Journal of Finance***. XLIX(1): 3-37.
- _____ (2009). Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. ***The Review of Financial Studies***. 22(1): 435-480.
- Pimentel, L. e N. Canadas. (2008). A «Aferição» da Qualidade do Resultado - Uma Análise para a Empresas Cotadas na Euronext-Lisboa. ***Jornal de Contabilidade da APOTEC***. 377: 252–269.
- Pittman, J. A. e S. Fortin. (2004). Auditor Choice and the Cost of Debt Capital for Newly Public Firms. ***Journal of Accounting and Economics***. 37: 113–136.
- Qian, J. e P. E. Strahan. (2007). How Laws and Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans. ***The Journal of Finance***. LXII(6): 2803-2834.
- Quack, S. e H. Swen. (1995). Hausbank or Fournisseur? Bank Services for Small and Medium Sized Enterprised in Germany and France. <http://ideas.repec.org/p/zbw/wzboem/fsi95102.html>, acedido em 30/06/2012.
- R Core Team. (2013). R: A Language and Environment for Statistical Computing. R Foundation For Statistical Computing, <http://www.r-project.org>, Viena, Austria.
- Roberts, G. e L. E. Yuan. (2010). Does Institutional Ownership Affect the Cost of Bank Borrowing? ***Journal of Economics and Business***. 62: 604–626.
- Ronen, J. e V. Yaari. (2010). Earnings Management - Emerging Insights in Theory, Practice, and Research. New York: Springer.
- Sánchez Ballesta, J. P. e E. García Meca. (2011). Ownership Structure and the Cost of Debt. ***European Accounting Review***. 20(2): 389–416.
- Schipper, K. (1989). Earnings Management. ***Accounting Horizons***. 3(4): 91-102.

- _____ e L. Vincent. (2003). Earnings quality. *Accounting Horizons*. 17: 97-110.
- 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): 57–72.
- Shan, Y., S. Taylor e T. Walter. (2010). Errors in Estimating Unexpected Accruals in the Presence of Large Changes in Net External Financing. <http://ssrn.com/paper=1572164>, acessado em 15/06/2011.
- Shen, C. H. e Y. L. Huang. (2013). Effects of Earnings Management on Bank Cost of Debt. *Accounting and Finance*. 53: 265-300.
- Shivakumar, L. (2013). The Role of Financial Reporting in Debt Contracting and in Stewardship. *Accounting and Business Research*. 43(4): 362–383.
- Sloan, R. G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings? *Accounting Review*. 71(3): 289–315.
- Smith, C. W. e J. B. Warner. (1979). On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*. 7(2), 117-161.
- Stłowy, H. e G. Breton. (2004). Accounts Manipulation: A Literature Review and Proposed Conceptual Framework. *Review of Accounting & Finance*. 3(1): 5-66.
- Subramaniam, N. (2006). Agency Theory and Accounting Research: An Overview of Some Conceptual and Empirical Issues. In Z. Hoque (Ed.), *Methodological Issues in Accounting Research: Theories and Methods*: 55–81. London: Spiramus Press Ltd.
- Subramanyam, K. R. e J. J. Wild. (1996). Going-Concern Status, Earnings Persistence, and Informativeness of Earnings. *Contemporary Accounting Research*. 13(1): 251-273.
- Sweeney, A. P. (1994). Debt-Covenant Violations and Managers' Accounting Responses. *Journal of Accounting and Economics*. 17: 281–308.

- Valipour, H. e M. Moradbeygi. (2011). Corporate Debt Financing and Earnings Quality. *Journal of Applied Finance & Banking*. 1(3): 139–157.
- Vieira, R. (2009). Paradigmas Teóricos da Investigação em Contabilidade. In M. J. Major e R. Vieira (Eds.). *Contabilidade e Controlo de Gestão Teoria, Metodologia e Prática*: 11–34. Lisboa: Escolar Editora.
- Watts, R. L. e J. L. Zimmermann. (1978). Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*. LIII(1): 112–134.
- _____ e _____. (1986). *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall.
- _____ e _____. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*. 65(1): 131–156.
- _____. (2003a). Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*. 17(3): 207–221.
- _____. (2003b). Conservatism in Accounting Part II: Evidence and Research Opportunities. *Accounting Horizons*. 17(4): 287–301.
- Wooldrigde, J. M. (2002a). *Introductory Econometrics - A modern approach* (2.^a edição). Estados Unidos da América: Thomson South-Western.
- _____. (2002b). *Econometric Analysis of Cross-Section and Panel Data*. Massachusetts: MIT Press.
- Young, S. (1999). Systematic Measurement Error in the Estimation of Discretionary Accruals: An Evaluation of Alternative Modelling Procedures. *Journal of Business Finance & Accounting*. 26(7/8): 833–862.
- Zhang, J. (2008). The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers. *Journal of Accounting and Economics*. 45(1): 27–54.