

INSTITUTO
SUPERIOR
DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO
DO PORTO
POLITÉCNICO
DO PORTO

M

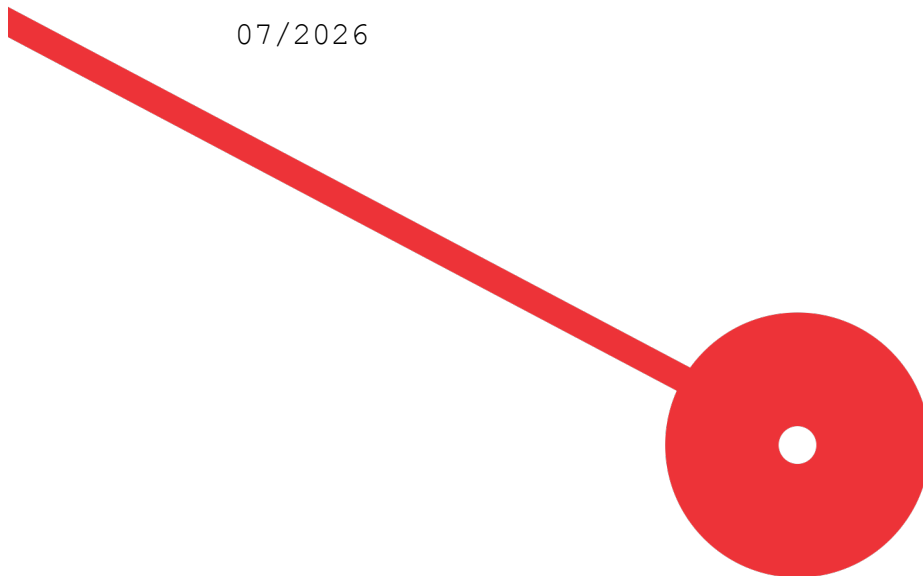
MESTRADO
AUDITORIA

O impacto da qualidade da auditoria no custo da dívida das PME portuguesas não financeiras

Maria Margarida Carvalho Gouveia

Versão final (Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri)

07/2026



Maria Margarida Carvalho Gouveia. O impacto da qualidade da auditoria no custo da dívida das PME portuguesas não financeiras.
07/2026

INSTITUTO
SUPERIOR
DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO
DO PORTO
POLITÉCNICO
DO PORTO

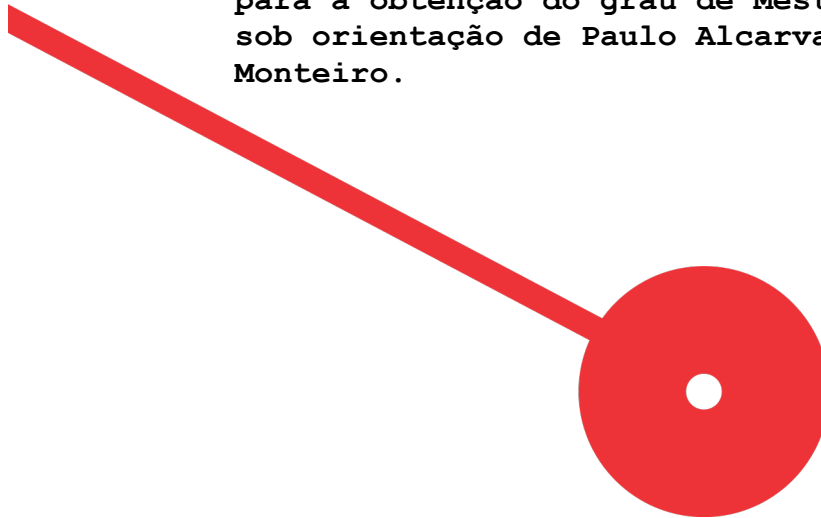
M

MESTRADO
AUDITORIA

O impacto da qualidade da auditoria no custo da dívida das PME portuguesas não financeiras

Maria Margarida Carvalho Gouveia

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Auditoria, sob orientação de Paulo Alcarva e Maria de Fátima Monteiro.



Maria Margarida Carvalho Gouveia. O impacto da qualidade da auditoria no custo da dívida das PME portuguesas não financeiras.
07/2026

Dedicatória

À memória do meu avô, com saudade, gratidão e eterno carinho.

Agradecimentos

A conclusão desta etapa representa um enorme sentimento de realização, mas também a certeza de que cada conquista transporta consigo um pouco de todos os que fizeram parte do caminho. Assim, as palavras que se seguem são uma forma de reconhecer o apoio, a confiança e a presença de quem contribuiu, de diferentes formas, para este percurso e que, estou certa, continuará a fazer parte daquele que ainda tenho pela frente.

Aos meus pais, o meu primeiro e mais profundo agradecimento. Obrigada por toda a paciência, pelo apoio incondicional e por nunca terem hesitado em proporcionar-me todas as oportunidades para crescer, aprender e construir o meu futuro. Acima de tudo, obrigada por me terem dado a tranquilidade de saber que, independentemente dos desafios ou das escolhas que a vida me reserve, terei sempre em vocês o meu porto seguro.

Ao meu irmão, por ser, desde sempre, uma referência na minha vida. Agradeço por seres a pessoa que sempre descrevi como "a melhor pessoa do mundo", pelo exemplo que és, pelos valores que me transmites e por teres despertado em mim o gosto pela área de auditoria, que acabaria por definir o caminho profissional que hoje escolho seguir. À Beatriz, agradeço por ter acompanhado de perto o meu crescimento ao longo destes anos, pela presença constante e por fazer parte deste percurso como família.

Às minhas amigas, por fazerem parte de todas as fases da minha vida. Desde as amizades que nasceram na escola secundária e que o tempo apenas fortaleceu, à amiga que Coimbra me ofereceu, por ter partilhado comigo uma das fases mais marcantes da minha vida, até às que o Porto acrescentou à minha vida, por terem tornado esta cidade muito mais do que o lugar onde frequentei o mestrado. Obrigada por transformarem cada etapa em memórias que levarei para a vida e por serem, hoje, a família que escolhi.

À minha coorientadora, Professora Maria de Fátima, expresso o meu sincero agradecimento por ter aceitado acompanhar esta dissertação, pela disponibilidade demonstrada, pelos conhecimentos partilhados e pelo contributo prestado para o desenvolvimento deste trabalho.

Por fim, gostaria de dirigir um agradecimento muito especial ao meu orientador, Professor Paulo Alcarva. Obrigada pela dedicação, pelo acompanhamento constante ao longo de todo o processo, mas acima de tudo pela forma como, em cada reunião e em cada mensagem trocada, encontrava sempre uma palavra de incentivo, de confiança e de motivação. A sua

capacidade de reconhecer quando era necessário um estímulo e de transmitir serenidade nos momentos de maior exigência foi fundamental para que nunca deixasse de acreditar na concretização desta investigação.

A todos, foi um privilégio poder dedicar-vos este reconhecimento.

Resumo:

A presente dissertação tem como objetivo analisar o impacto da qualidade da auditoria no custo da dívida das Pequenas e Médias Empresas (PME) portuguesas não financeiras, num contexto institucional caracterizado por um sistema jurídico de tradição *code-law* e por uma forte dependência do financiamento bancário. Uma vez que a qualidade da auditoria não é diretamente observável, esta é analisada através de diferentes *proxies* amplamente utilizadas na literatura, nomeadamente a dimensão e reputação do auditor, o tipo de opinião emitida na Certificação Legal das Contas (CLC) e a estabilidade do auditor.

A análise incide sobre observações empresa-ano de PME portuguesas não financeiras no período de 2015 a 2024, recorrendo a informação financeira e contabilística obtida a partir da base de dados SABI e à estimação de modelos de regressão linear múltipla.

Os resultados evidenciam que a auditoria prestada por entidades *Big Four* apresenta uma associação positiva e estatisticamente significativa com o custo da dívida, contrariando a expectativa teórica formulada. Por sua vez, não é encontrada evidência estatisticamente significativa de uma relação entre o tipo de opinião emitida e o custo da dívida. Em contrapartida, a estabilidade da relação auditor-cliente revela uma associação negativa e estatisticamente significativa com o custo da dívida, sugerindo que relações de auditoria mais duradouras tendem a estar associadas a menores custos de financiamento.

O estudo contribui para a literatura sobre auditoria e financiamento empresarial, ao fornecer evidência empírica sobre o papel da auditoria na avaliação do risco de crédito em PME portuguesas não financeiras.

Palavras-chave: Qualidade da auditoria; Custo da dívida; *Big Four*; PME.

Abstract:

This dissertation aims to analyze the impact of audit quality on the cost of debt of Portuguese non-financial Small and Medium-sized Enterprises (SMEs), within an institutional setting characterised by a code-law legal system and a strong reliance on bank financing. Since audit quality is not directly observable, it is assessed using several proxies widely adopted in the literature, including auditor size and reputation, the the type of audit opinion expressed in the auditor's report, and auditor tenure.

The analysis focuses on firm-year observations of Portuguese non-financial SMEs over the period from 2015 to 2024, using financial and accounting data obtained from the SABI database and estimated through multiple linear regression models.

The findings indicate that audits conducted by Big Four audit firms are positively and statistically significantly associated with the cost of debt, contrary to the initial theoretical expectation. By contrast, no statistically significant association is found between the type of audit opinion and the cost of debt. Auditor tenure, however, exhibits a negative and statistically significant association with the cost of debt, suggesting that longer auditor–client relationships are associated with lower borrowing costs.

This study contributes to the literature on auditing and corporate finance by providing empirical evidence on the role of audit quality in the assessment of credit risk among Portuguese non-financial SMEs.

Keywords: Audit quality; Cost of debt; Big Four; SMEs.

Índice geral

Capítulo I - Introdução	1
--------------------------------------	----------

Capítulo II – Revisão da literatura	5
--	----------

1 Definição de qualidade da auditoria	6
--	----------

1.1 Proxies de qualidade da auditoria	6
---	---

1.1.1 Dimensões de qualidade da auditoria: Competência, Independência e Credibilidade	7
---	---

1.1.2 Proxies baseadas no auditor / características de <i>input</i>	8
---	---

1.1.3 Proxies baseadas no relato / características de <i>output</i>	9
---	---

2 O custo da dívida e a ligação teórica com a qualidade da auditoria	10
---	-----------

2.1 Mecanismos de transmissão entre a auditoria e o custo da dívida	11
---	----

2.1.1 Redução da assimetria de informação	11
---	----

2.1.2 Mitigação do risco moral	12
--------------------------------------	----

2.1.3 Previsibilidade financeira e risco de liquidez	12
--	----

2.1.4 Sinalização direta do risco de crédito	13
--	----

3 Evidência empírica sobre o impacto da qualidade da auditoria no custo da dívida	13
--	-----------

3.1 Evidência em contextos <i>common-law</i> e internacionais	14
---	----

3.2 Evidência em contextos <i>code-law</i> e europeus	15
---	----

3.2.1 O contexto nacional	16
---------------------------------	----

3.2.2 Contrastes na evidência empírica e implicações para a investigação	17
--	----

4 Desenvolvimento das hipóteses de investigação	18
--	-----------

4.1 Dimensão e reputação do auditor (<i>Big Four</i>)	18
---	----

4.2 Tipo de opinião emitida pelo auditor	19
--	----

4.3 Estabilidade do auditor (<i>Tenure</i>)	20
---	----

Capítulo III – Metodologias de Investigação	21
--	-----------

5 Dados, amostra e variáveis	22
---	-----------

5.1 Fonte de dados e período de análise	22
---	----

5.2 Critérios de inclusão e exclusão da amostra e tratamento de <i>outliers</i>	22
---	----

5.3 Definição e mensuração das variáveis	25
--	----

5.4 Estatística descritiva e análise de correlações	29
---	----

5.4.1 Estatísticas descritivas	29
--------------------------------------	----

5.4.2 Comparação entre grupos	30
-------------------------------------	----

5.4.2.1 Auditores <i>Big Four</i> Vs. auditores não <i>Big Four</i>	30
---	----

5.4.2.2 Tipo de opinião emitida pelo auditor	31
--	----

5.4.3 Análise de correlações e multicolinearidade	32
---	----

5.4.4	Distribuição e evolução temporal do custo da dívida	34
6	Metodologia Empírica	35
6.1	Modelo base e especificação econométrica	35
6.2	Especificações alternativas, robustez e considerações metodológicas	37
Capítulo IV – Análise e Discussão dos Resultados		38
7	Resultados empíricos	39
7.1	Resultados do modelo econométrico	39
7.2	Interpretação económica dos resultados	41
8	Discussão	42
8.1	Enquadramento da discussão dos resultados.....	42
8.2	Discussão da hipótese 1: Dimensão e reputação do auditor (<i>Big Four</i>)	43
8.3	Discussão da hipótese 2: Tipo de opinião emitida pelo auditor	44
8.4	Discussão da hipótese 3: Estabilidade do auditor (<i>Tenure</i>)	45
8.5	Implicações para credores, empresas e auditoria	46
8.6	Limitações do estudo	46
Capítulo V – Conclusão.....		48
9	Conclusão	49
Referências bibliográficas		53

Índice de Figuras

Figura 1 - Histograma da distribuição do custo da dívida.....	34
Figura 2 - Evolução temporal do custo médio da dívida.....	35

Índice de Tabelas

Tabela 1- Critérios de classificação de PME.....	23
Tabela 2 - Construção da amostra	25
Tabela 3 - Síntese das variáveis dependentes e independentes	27
Tabela 4 - Síntese das variáveis de controlo.....	28
Tabela 5 - Estatísticas descritivas	29
Tabela 6 - Média das variáveis por grupo de auditoria	31
Tabela 7 - Média das variáveis por tipo de opinião do auditor	32
Tabela 8 - Estatísticas de multicolinearidade	33
Tabela 9 - Matriz de correlações de Pearson.....	33
Tabela 10 - Resultados do modelo de regressão.....	39
Tabela 11 - Síntese dos resultados das hipóteses de investigação.....	43

Lista de abreviaturas

CLC – Certificação Legal das Contas

ISA – *International Standard on Auditing* (Norma Internacional de Auditoria)

ISCAP – Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto

OROC – Ordem dos Revisores Oficiais de Contas

PME – Pequenas e Médias Empresas

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SME – *Small and Medium-sized Enterprises* (Pequenas e Médias Empresas)

SPSS - *Statistical Package for the Social Sciences* (Pacote Estatístico para as Ciências Sociais)

VIF - *Variance Inflation Factor* (Fator de Inflação da Variância)

De acordo com a *International Standard on Auditing* (ISA) 200, a auditoria de demonstrações financeiras tem como principal finalidade aumentar o grau de confiança dos seus utilizadores, através da emissão de uma opinião independente sobre se estas se encontram preparadas, em todos os aspetos materiais, de acordo com o referencial de relato financeiro aplicável (Ordem dos Revisores Oficiais de Contas [OROC], 2020). Neste âmbito, a auditoria desempenha um papel central nos sistemas financeiros modernos, ao funcionar como um mecanismo institucional de certificação da informação financeira divulgada pelas empresas.

Ao aumentar a credibilidade das demonstrações financeiras, a auditoria externa contribui para reduzir a assimetria de informação entre os gestores e as várias partes interessadas, mitigando problemas clássicos de agência associados às decisões de financiamento e investimento (DeAngelo, 1981; Watts & Zimmerman, 1986; Francis, 2011). Neste sentido, a qualidade da auditoria assume particular relevância, na medida em que condiciona a eficácia com que a auditoria cumpre a sua função de monitorização e disciplina.

A literatura clássica e contemporânea reconhece que a qualidade da auditoria é um conceito multidimensional e não diretamente observável, sendo influenciada por fatores relacionados com a competência técnica do auditor, a sua independência e a credibilidade percebida pelos *stakeholders* (DeAngelo, 1981; Francis, 2011). Auditorias de elevada qualidade estão associadas a uma maior fiabilidade da informação financeira, a menores práticas de gestão de resultados e a uma redução da incerteza informativa enfrentada pelos utilizadores externos (Becker et al., 1998; Francis & Wang, 2008).

Entre os diversos utilizadores da informação financeira, os credores assumem um papel de destaque. O custo da dívida, entendido como a taxa de retorno exigida pelos financiadores para compensar o risco assumido, reflete a perceção de risco associada à empresa e à qualidade da informação disponível no momento da concessão do crédito (Modigliani & Miller, 1958; Stiglitz & Weiss, 1981). A evidência empírica sugere que a redução do risco informativo percecionado pelos credores, decorrente de auditorias de maior qualidade, conduz, em muitos casos, a condições de financiamento mais favoráveis e a um menor custo da dívida (Blackwell, Noland & Winters, 1998; Pittman & Fortin, 2004).

Apesar da solidez destes resultados em alguns contextos, a literatura evidencia que a relação entre a qualidade da auditoria e o custo da dívida depende fortemente do enquadramento institucional. Em mercados *common-law*, caracterizados por forte *enforcement* legal e

elevada litigância, a auditoria tende a assumir um papel mais disciplinador, reforçando os incentivos dos auditores para manter elevados padrões de qualidade (Khurana & Raman, 2004; Francis & Wang, 2008). Em contraste, nos sistemas jurídicos de tradição *code-law*, onde os mercados de capitais são menos desenvolvidos e o financiamento bancário assume maior relevância, os credores recorrem a um conjunto mais alargado de mecanismos de mitigação do risco, podendo a importância relativa da auditoria variar (La Porta et al., 1998; Nekhili et al., 2013).

O contexto português insere-se precisamente neste último enquadramento institucional, uma vez que Portugal se caracteriza por um sistema jurídico de tradição *code-law*, um mercado de capitais de reduzida dimensão e uma forte dependência do financiamento bancário, particularmente no caso das empresas não cotadas. Perante este contexto económico-financeiro, os bancos desempenham um papel central no financiamento empresarial e na avaliação do risco de crédito, recorrendo à informação financeira auditada como um dos principais instrumentos formais de análise (Carmo, 2016). Apesar disso, a evidência empírica sobre o impacto da qualidade da auditoria no custo da dívida das PME portuguesas não financeiras permanece limitada, o que justifica a realização de investigação adicional focada neste contexto específico.

Neste enquadramento, o presente estudo procura responder à seguinte pergunta de partida: *“De que forma a qualidade da auditoria se relaciona com o custo da dívida das PME portuguesas não financeiras?”*.

O objetivo geral da dissertação consiste em analisar empiricamente a relação entre diferentes *proxies* de qualidade da auditoria e o custo da dívida, com recurso a dados de PME portuguesas não financeiras. De forma mais específica, pretende avaliar o impacto da dimensão e reputação do auditor, do tipo de opinião por este expressa e, ademais, da estabilidade do auditor sobre o custo do financiamento por dívida.

O estudo pretende contribuir para a literatura académica ao aprofundar a análise do papel da auditoria no mercado de crédito num contexto institucional *code-law* e dominado pelo financiamento bancário, complementando a evidência existente, maioritariamente centrada em mercados *common-law*. Adicionalmente, os resultados poderão ter implicações práticas relevantes para credores, empresas e profissionais de auditoria, ao fornecer evidência empírica sobre a forma como diferentes características da auditoria são incorporadas no processo de avaliação do risco de crédito.

A dissertação encontra-se estruturada de forma sequencial, iniciando-se com a presente introdução, à qual se segue, no segundo capítulo, a revisão da literatura sobre qualidade da auditoria, as suas principais *proxies*, a evidência empírica relativa à relação entre auditoria e custo da dívida, bem como o desenvolvimento das hipóteses de investigação. O terceiro capítulo descreve os dados, a amostra, a definição das variáveis utilizadas e a metodologia de investigação adotada. O quarto capítulo apresenta e discute os resultados empíricos obtidos, bem como as suas implicações. Por fim, a conclusão sintetiza os principais resultados, apresenta os contributos do estudo e sugere pistas para investigação futura.

CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA

1 Definição de qualidade da auditoria

A qualidade da auditoria tem sido amplamente discutida na literatura, permanecendo, contudo, um conceito de difícil mensuração direta. De forma geral, é entendida como a capacidade do auditor de detetar erros ou irregularidades relevantes e de os reportar de forma apropriada (Francis, 2011; Luo et al., 2023). Esta perspetiva assenta essencialmente na definição seminal de DeAngelo (1981), segundo a qual a qualidade da auditoria corresponde ao produto entre a competência técnica do auditor, medida pela probabilidade de deteção de distorções materiais, e a sua independência, refletida na probabilidade de comunicação das distorções detetadas.

A literatura subsequente procurou aprofundar e expandir esta definição. Neste sentido, e no âmbito da teoria da agência, Watts e Zimmerman (1986) argumentam que auditorias de elevada qualidade mitigam a assimetria de informação e os conflitos de interesses entre gestores, credores e acionistas, reduzindo o risco moral associado às decisões de financiamento. Paralelamente, Francis (2011) concetualiza a qualidade da auditoria como uma construção multidimensional, influenciada não apenas pelas características intrínsecas do auditor, mas também pelas características da empresa auditada e pelo enquadramento institucional em que a auditoria ocorre, incluindo o sistema legal e o nível de *enforcement* (Nazerian & Mobasser, 2024).

Apesar da diversidade concetual, a literatura converge na ideia de que a qualidade da auditoria é um mecanismo essencial para reforçar a credibilidade da informação financeira. Auditorias de elevada qualidade contribuem para aumentar a fiabilidade dos relatórios financeiros, reduzir a incerteza informativa e melhorar a eficiência dos mercados financeiros. Estes efeitos são particularmente relevantes para os credores, que dependem fortemente da qualidade da informação contabilística para avaliar o risco de crédito e definir as condições de financiamento, incluindo o custo da dívida (Pittman & Fortin, 2004; Wang et al., 2025).

1.1 Proxies de qualidade da auditoria

Uma vez que a qualidade da auditoria não é diretamente observável, a literatura recorre a um conjunto de *proxies*, recorrentemente utilizadas em investigação empírica. Estas *proxies* procuram captar, de forma indireta, diferentes dimensões da qualidade da auditoria, funcionando como sinais observáveis para os *stakeholders*, incluindo investidores e

credores, para avaliar a credibilidade da informação financeira divulgada pelas empresas (Francis, 2011).

Azizan e Shailer (2023) identificam um conjunto diversificado de *proxies*, que podem ser sistematizadas em três níveis analíticos complementares. Em primeiro lugar, as que refletem diferentes dimensões subjacentes da qualidade da auditoria, nomeadamente a competência, a independência e a credibilidade percebida. Em segundo lugar, distinguem-se as *proxies* baseadas nas características do auditor, frequentemente designadas como *proxies* de *input*. Por último, incluem-se as *proxies* baseadas nos resultados observáveis da auditoria, designadas como *proxies* de *output*.

1.1.1 Dimensões de qualidade da auditoria: Competência, Independência e Credibilidade

A abordagem teórica da qualidade da auditoria proposta por DeAngelo (1981) estabelece uma distinção fundamental entre competência e independência. A competência do auditor refere-se à sua capacidade técnica para detetar distorções materiais nas demonstrações financeiras, sendo influenciada por fatores como formação profissional, experiência, especialização setorial e recursos disponíveis. A independência, por sua vez, diz respeito à disposição do auditor para reportar essas distorções de forma imparcial, sem ceder a pressões da gestão ou a interesses económicos associados ao cliente.

Contudo, dado que o processo de auditoria é em grande parte não observável pelos utilizadores externos da informação financeira, a literatura reconhece que a qualidade da auditoria é avaliada de forma indireta, com base em atributos observáveis do auditor e do trabalho realizado. Watts e Zimmerman (1986) defendem que estas características funcionam como sinais que permitem deduzir a qualidade do serviço prestado, reduzindo a assimetria de informação entre os auditores e as partes interessadas.

Para além das dimensões de competência e independência, vários autores introduzem a noção de credibilidade percebida como uma dimensão adicional da qualidade da auditoria. Francis (2011) destaca que a credibilidade resulta da interação entre a reputação do auditor, o ambiente institucional e a perceção dos *stakeholders* quanto à fiabilidade do processo de auditoria. Deste modo, esta dimensão assume especial relevância no contexto do financiamento bancário, uma vez que os credores não observam diretamente o esforço, os procedimentos ou os julgamentos profissionais do auditor, baseando a sua avaliação do risco

de crédito em sinais amplamente reconhecidos e aceites pelo mercado (Beatty, 1989; Pittman & Fortin, 2004).

1.1.2 Proxies baseadas no auditor / características de *input*

As *proxies* baseadas nas características do auditor estão associadas, sobretudo, às dimensões de competência, independência e credibilidade percebida. Uma das *proxies* mais consolidadas para capturar a qualidade da auditoria corresponde à dimensão e reputação do auditor. Assim, DeAngelo (1981) defende que auditores de maior dimensão, nomeadamente as entidades *Big Four*, dispõem de mais recursos, equipas mais especializadas e reputação mais elevada a proteger, fatores que reforçam simultaneamente a competência técnica e a independência. Estudos como os de Francis e Wilson (1988), Becker et al. (1998), Khurana e Raman (2004) e Pham et al., (2025) sustentam empiricamente esta relação, ao demonstrar que clientes das *Big Four* apresentam menor manipulação de resultados e maior credibilidade percebida.

A especialização do auditor na indústria constitui outra *proxy* relevante, sobretudo associada à competência técnica. Balsam, Krishnan e Yang (2003) demonstram que auditores com especialização setorial detêm conhecimento superior sobre riscos específicos das indústrias, o que melhora a capacidade de deteção de distorções materiais e a qualidade do julgamento profissional. Investigação mais recente, como a realizada por Bleibtreu et al. (2026), reforça que a experiência do auditor e o seu conhecimento aprofundado do cliente são fulcrais para a qualidade da auditoria, especialmente fora das *Big Four*.

A estabilidade do auditor, medida através do tempo de prestação de serviços, ou *tenure*, reflete um *trade-off* entre competência e independência. Por um lado, um relacionamento de longo prazo permite ao auditor acumular conhecimento específico sobre a empresa, os seus processos e riscos, potenciando o efeito aprendizagem e melhorando a qualidade da auditoria (García-Blandón et al., 2023). Por outro lado, segundo Johnson, Khurana e Reynolds (2002), relações excessivamente prolongadas podem gerar proximidade entre o auditor e o cliente, ao comprometer a independência e ao aumentar a tolerância a práticas contabilísticas que não sejam éticas. Esta ambiguidade concetual torna, assim, a estabilidade do auditor numa *proxy* particularmente interessante do ponto de vista empírico.

A mudança recente de auditor constitui uma *proxy* complementar à estabilidade e está frequentemente associada ao conceito de *audit disruption*. Alterações no auditor podem introduzir incerteza de informação no curto prazo, devido à perda de conhecimento

acumulado e à necessidade de adaptação a novos procedimentos e julgamentos profissionais. A literatura sugere que estas disrupções podem ser interpretadas pelos credores como sinais de risco acrescido, influenciando negativamente as condições de financiamento (Johnson, Khurana & Reynolds, 2002).

Adicionalmente, os honorários de auditoria são tradicionalmente interpretados como *proxy* de esforço e complexidade. Carson et al. (2012) referem que honorários mais elevados podem refletir maior investimento de tempo e recursos na auditoria, sinalizando, assim, auditorias mais rigorosas, logo, maior qualidade do trabalho realizado. Contudo, esta relação é ambígua, especialmente em mercados *code-law*, já que honorários mais elevados podem, por um lado, ser um sinal de risco acrescido do cliente e, por outro, em auditorias voluntárias de Pequenas e Médias Empresas (PME), honorários mais altos são valorizados pelos credores como um sinal de um compromisso genuíno com a qualidade, reduzindo o custo da dívida. No entanto, em auditorias obrigatórias, este efeito de sinalização dos honorários pode não ser significativo (Chi et al., 2011).

1.1.3 Proxies baseadas no relato / características de *output*

Além das características do auditor, a literatura utiliza *proxies* que resultam diretamente do produto da auditoria e procuram captar diretamente a qualidade do trabalho desenvolvido. Uma das mais utilizadas corresponde aos *discretionary accruals*, frequentemente interpretados como medida inversa da qualidade dos resultados financeiros. Dechow e Dichev (2002) defendem que *accruals* anormais elevados indicam menor qualidade da informação, podendo sinalizar maior tolerância do auditor à gestão de resultados. A evidência empírica sugere que auditores de maior qualidade tendem a limitar as práticas de gestão de resultados (Becker et al., 1998; Alzoubi, 2018).

Também o tipo de opinião emitida pelo auditor é frequentemente utilizado na literatura como uma *proxy* de *output* da auditoria, na medida em que traduz o resultado observável do processo da auditoria e pode sinalizar riscos relevantes associados à fiabilidade da informação financeira ou à situação económico-financeira da empresa. Com efeito, auditorias de elevada qualidade são mais propensas a emitir opiniões modificadas quando existem distorções relevantes. Neste sentido, autores como Francis (2011) e Lennox (1999) exploram esta relação, analisando a associação entre a natureza da opinião e a credibilidade do processo de auditoria. A relevância deste *output* é confirmada por estudos recentes, que demonstram que a emissão de opiniões sobre a continuidade da empresa, um sinal claro de

risco, é um *output* valorizado pelos credores, os quais reagem a este aviso ao aumentar o custo da dívida (Nazerian & Mobasser, 2024).

Outros indicadores de *output* incluem reformulações dos relatórios financeiros, usados por Palmrose, Richardson e Scholz (2004) como evidência de falhas da auditoria, e métricas relacionadas com a fiabilidade dos resultados reportados (Orazalin & Akhmetzhanov, 2019).

2 O custo da dívida e a ligação teórica com a qualidade da auditoria

O custo da dívida representa a taxa de retorno exigida pelos credores como compensação pelo risco associado ao financiamento concedido a uma empresa. Este custo reflete não apenas o risco económico inerente às atividades empresariais, mas também a incerteza enfrentada pelos financiadores relativamente à qualidade da informação disponível para avaliar a capacidade de cumprimento das obrigações financeiras. Segundo Modigliani e Miller (1958), em mercados imperfeitos a qualidade da informação financeira afeta o risco percebido pelos credores, influenciando diretamente o custo da dívida. A teoria da agência reforça esta relação, ao defender que conflitos entre gestores e credores aumentam o risco moral e, consequentemente, os custos de financiamento (Jensen e Meckling, 1976). Por conseguinte, a investigação recente reforça que a mitigação destes conflitos é essencial para reduzir o custo do financiamento externo (Armstrong, Core & Guay, 2014; Wang et al., 2025). Em termos de mensuração, diversos estudos, como os de Carmo (2016) e Chen, Wang e Wan (2022), operacionalizam o custo da dívida através do rácio entre os encargos financeiros e a dívida financeira média, calculada com base na dívida financeira do ano em análise e do ano anterior, por considerarem que esta medida reflete de forma mais adequada o custo efetivo do financiamento ao longo do período

Neste contexto, a auditoria externa surge como um mecanismo institucional central de certificação da informação financeira. Ao verificar a conformidade das demonstrações financeiras com os normativos contabilísticos e ao avaliar, por exemplo, a razoabilidade das estimativas utilizadas pela gestão, a auditoria contribui para aumentar a credibilidade do relatório financeiro e reduzir a incerteza enfrentada pelos credores (DeAngelo, 1981; Francis, 2011). Evidência empírica sinaliza que entidades auditadas por auditores de elevada qualidade beneficiam, em média, de melhores condições de financiamento, incluindo *spreads* de dívida mais baixos (Blackwell, Noland & Winters, 1998; Pittman & Fortin, 2004; Ege et al., 2020).

Cabe destacar que a relevância da auditoria no processo de financiamento depende do enquadramento institucional e da estrutura do sistema financeiro, pelo que, em economias com forte dependência bancária e caracterizadas por mercados de capitais menos desenvolvidos, como os sistemas de tradição *code-law*, a auditoria assume um papel particularmente relevante enquanto mecanismo de credibilização da informação financeira (La Porta et al., 1998; Nekhili et al., 2013). Estudos recentes confirmam que, nestes contextos, a auditoria continua a ser valorizada pelos bancos como complemento às garantias reais e às relações bancárias de longo prazo (Carmo, 2016; Nazerian & Mobasser, 2024).

2.1 Mecanismos de transmissão entre a auditoria e o custo da dívida

A ligação entre a qualidade da auditoria e o custo da dívida resulta de um conjunto de mecanismos que influenciam diretamente a forma como os credores percecionam e avaliam o risco associado às empresas. Estes mecanismos explicam de que modo diferentes atributos do auditor e do trabalho de auditoria são incorporados no processo de concessão de crédito e na determinação dos spreads exigidos. Autores como DeAngelo (1981), Francis (2011) e Wang et al. (2025) identificam de forma consistente, quatro mecanismos principais, a saber:

- i. redução da assimetria de informação;
- ii. mitigação do risco moral;
- iii. melhoria da previsibilidade financeira; e
- iv. sinalização direta do risco de crédito.

2.1.1 Redução da assimetria de informação

A redução da assimetria de informação constitui um dos principais mecanismos através dos quais a qualidade da auditoria influencia o custo da dívida. Antes da concessão de financiamento, os credores necessitam de avaliar a situação financeira da empresa e a sua capacidade futura de cumprimento das obrigações. Assim, quando a informação disponível é incompleta ou pouco fiável, os financiadores incorporam prémios adicionais de risco no custo da dívida (Stiglitz & Weiss, 1981).

Auditorias de elevada qualidade contribuem para reduzir esta assimetria ao reforçar a credibilidade das demonstrações financeiras utilizadas no processo de avaliação do risco. Embora os credores não observem diretamente os procedimentos de auditoria, recorrem a sinais associados à qualidade do auditor para inferir a fiabilidade da informação financeira.

A literatura demonstra que a reputação e a dimensão do auditor funcionam como sinais credíveis de qualidade, sendo associadas a uma percepção reduzida do risco de informação (DeAngelo, 1981; Francis & Wang, 2008). Evidência mais recente confirma que estes sinais continuam a ser relevantes na determinação do custo da dívida, sobretudo em empresas não cotadas e com maior opacidade informacional (Hazaea et al., 2025; Chi et al., 2011).

2.1.2 Mitigação do risco moral

Para além da assimetria de informação, os credores enfrentam problemas associados ao risco moral após a concessão do financiamento. A auditoria externa atua como um mecanismo disciplinador ao aumentar a probabilidade de deteção e reporte de práticas contabilísticas oportunistas, limitando a discricionariedade da gestão e reduzindo o risco moral percebido pelos credores (Watts & Zimmerman, 1986; Francis, 2011).

A independência do auditor é central neste mecanismo, tendo em conta que relações excessivamente prolongadas entre o auditor e o cliente podem comprometer a percepção de independência, enquanto mudanças frequentes de auditor podem introduzir incerteza de informação no curto prazo. A literatura reconhece esta ambiguidade concetual, sugerindo que o efeito da estabilidade do auditor sobre o custo da dívida depende do equilíbrio entre a independência e o conhecimento acumulado do cliente (Johnson, Khurana & Reynolds, 2002; García-Blandón et al., 2023). Estudos recentes indicam que auditorias percecionadas como mais independentes estão associadas a menor risco de violação de cláusulas contratuais e a condições de financiamento mais favoráveis (Chen et al., 2016; Wang et al., 2025).

2.1.3 Previsibilidade financeira e risco de liquidez

A qualidade da auditoria influencia igualmente o custo da dívida através da melhoria da previsibilidade financeira e da redução do risco de liquidez. De acordo com Dechow e Dichev (2002), a fiabilidade e a consistência da informação financeira permitem aos credores avaliar com maior precisão a capacidade da empresa de gerar fluxos de caixa futuros suficientes para cumprir as suas obrigações financeiras. Adicionalmente, Francis (2011) argumenta que auditorias rigorosas contribuem para restringir práticas de gestão de resultados e a promover maior consistência no reconhecimento contabilístico.

Evidência empírica recente atesta que empresas com maior qualidade no relatório financeiro apresentam menor volatilidade dos resultados e maior previsibilidade dos fluxos de caixa, fatores que são valorizados pelos credores na determinação do custo da dívida (Ammann et al., 2020; Kim et al., 2020). Este mecanismo reveste-se de especial relevo em empresas financeiramente mais restritas, onde o risco de liquidez é um determinante central do custo do financiamento.

2.1.4 Sinalização direta do risco de crédito

Chen et al. (2016) demonstram que, para além dos mecanismos indiretos, a auditoria desempenha um papel fundamental na sinalização direta do risco de crédito, sobretudo através do relatório de auditoria. O tipo de opinião emitida fornece sinais explícitos sobre a fiabilidade do relato financeiro e sobre eventuais problemas financeiros ou de continuidade da empresa.

Neste seguimento, pareceres sem modificações reduzem a perceção de risco por parte dos credores, enquanto opiniões modificadas ou menções à continuidade da empresa funcionam como alertas diretos de risco de incumprimento. A literatura comprova que os credores reagem de forma significativa a estes sinais, ao ajustar o custo da dívida em função do risco sinalizado (Lennox, 1999; Nazerian & Mobasser, 2024). Sob este prisma, contributos empíricos recentes reforçam que este efeito é particularmente pronunciado em mercados dominados pelo financiamento bancário, como o contexto português (Nekhili et al., 2013; García-Blandón et al., 2023).

3 Evidência empírica sobre o impacto da qualidade da auditoria no custo da dívida

A relação entre a qualidade da auditoria e o custo da dívida tem sido amplamente explorada na literatura empírica, embora os resultados não sejam totalmente homogéneos, variando em função do enquadramento institucional, do tipo de mercado financeiro e das *proxies* utilizadas para medir a qualidade da auditoria. Do ponto de vista teórico espera-se que auditores de maior qualidade reduzam a assimetria de informação e restrinjam a manipulação de resultados (Chi et al., 2011), o que aumenta a credibilidade do relatório financeiro (Francis, 2011). Estas características são valorizadas pelos credores, que ajustam o preço do risco em função da qualidade percebida da informação contabilística (Pittman & Fortin,

2004). Consequentemente, espera-se que empresas com auditorias de maior qualidade enfrentem condições de financiamento mais favoráveis, traduzidas em *spreads* de empréstimo mais baixos, menor exigência de garantias reais e maior acesso ao crédito.

A evidência empírica sobre esta relação pode ser agrupada em dois blocos principais, num primeiro momento em estudos internacionais desenvolvidos em mercados com forte *enforcement*, tipicamente *common-law*, e, numa segunda fase em estudos realizados em contextos europeus e de tradição *code-law*, onde o crédito bancário assume maior relevância e onde se inclui Portugal (La Porta et al., 1998; Francis, 2011; Nekhili et al., 2013).

3.1 Evidência em contextos *common-law* e internacionais

Grande parte da literatura clássica sobre a relação entre qualidade da auditoria e custo da dívida provém de mercados *common-law*, particularmente os Estados Unidos, Canadá e Reino Unido, caracterizados por níveis elevados de litigância, maior transparência financeira e forte proteção aos investidores (Watts & Zimmerman, 1986). Nestes contextos, a auditoria externa é frequentemente interpretada como um mecanismo eficiente de controlo e sinalização de qualidade da informação financeira.

Um dos contributos mais influentes é o de Pittman e Fortin (2004), que demonstram que empresas auditadas por entidades *Big Four* enfrentam um custo da dívida significativamente inferior, tanto em empréstimos bancários como em emissões de obrigações. No mesmo sentido, Francis et al. (2005) mostram que clientes de auditores *Big Four* apresentam menores *discretionary accruals*, sugerindo maior qualidade dos resultados, o que contribui para a redução do risco percebido pelos credores. A evidência mais recente reforça esta relação, demonstrando que auditorias de elevada qualidade estão associadas a menor probabilidade de violação de cláusulas contratuais de dívida e a condições de financiamento mais favoráveis (Chen et al., 2016; Chi et al., 2011).

Vários estudos evidenciam também que a opinião do auditor afeta diretamente o custo da dívida. Lennox (1999) documenta que empresas que recebem opiniões modificadas enfrentam *spreads* mais elevados, refletindo a maior perceção de risco por parte dos credores. Estudos posteriores confirmam que pareceres relacionados com a continuidade da empresa são interpretados como sinais particularmente negativos, levando a um encarecimento significativo do financiamento (Nazerian & Mobasser, 2024).

Os honorários de auditoria constituem outra variável frequentemente analisada. Em mercados com elevado risco de litigância, honorários mais elevados são por vezes interpretados como sinal de maior esforço de auditoria e especialização (Nerantzidis et al., 2023), associado a auditorias mais eficazes. No entanto, este efeito nem sempre é linear, visto que, em mercados com reduzido risco legal, honorários elevados podem refletir apenas maior risco do cliente, podendo ser interpretados negativamente pelos credores.

Apesar da consistência geral destes resultados em mercados *common-law*, a literatura reconhece que o forte *enforcement* legal e a elevada litigância característicos destes sistemas jurídicos potenciam o papel da auditoria como mecanismo de disciplina, reforçando os incentivos dos auditores para manter elevados padrões de qualidade. Em ambientes com maior risco de litígio, os auditores enfrentam custos legais e reputacionais mais elevados em caso de falhas, o que os leva a aplicar procedimentos de auditoria mais rigorosos e a adotar comportamentos mais conservadores no reporte financeiro (Khurana & Raman, 2004; Francis & Wang, 2008). Este enquadramento institucional aumenta a credibilidade da auditoria no ponto de vista dos credores, amplificando o efeito da sua qualidade na perceção do risco informativo e, consequentemente, no custo da dívida exigido às empresas. Assim, o impacto da qualidade da auditoria no custo da dívida tende a ser mais pronunciado em mercados *common-law*, onde o *enforcement* legal e a litigância reforçam a função disciplinadora da auditoria (Francis, 2011; Chen et al., 2016).

3.2 Evidência em contextos *code-law* e europeus

Nos sistemas jurídicos de tradição *code-law* caracterizados por níveis mais baixos de *enforcement* e mercados financeiros menos desenvolvidos, tendencialmente dominados pelo financiamento bancário, a evidência empírica sobre o impacto da qualidade da auditoria no custo da dívida é mais heterogénea (La Porta et al., 1998; Nekhili et al., 2013). Nestes contextos, a auditoria pode assumir um papel ainda mais relevante como mecanismo de certificação da informação financeira. No entanto, o efeito da qualidade da auditoria no custo da dívida depende da importância relativa de garantias, garantias reais e mecanismos alternativos de mitigação do risco, uma vez que estas garantias reais podem ser mais valorizadas pelos credores bancários do que a reputação do auditor (Nekhili et al., 2013; Nazerian & Mobasser, 2024).

Ainda assim, vários estudos europeus encontram evidência de que a auditoria continua a desempenhar um papel relevante no mercado de crédito. Karjalainen (2011), ao analisar

empresas finlandesas, demonstra que a presença de um auditor *Big Four* está associada a um custo da dívida mais baixo, particularmente em empresas de maior dimensão. O autor argumenta que, mesmo em contextos de menor *enforcement* legal, a reputação do auditor constitui um sinal valorizado pelos bancos.

Em contraste, Nekhili et al. (2013), ao estudar empresas francesas, não encontram um efeito significativo da pertença a um auditor *Big Four* sobre o custo da dívida, sugerindo que, neste contexto, os credores atribuem maior importância a mecanismos alternativos de mitigação do risco, como garantias reais e estruturas de governação corporativa. Estes resultados demonstram que o impacto da qualidade da auditoria no custo da dívida se encontra intrinsecamente indexado às características institucionais e ao funcionamento do sistema financeiro.

A literatura mais recente adensa esta discussão ao explorar *proxies* menos tradicionais, como a estabilidade do auditor. Estudos atuais em contextos europeus sugerem que a estabilidade do auditor pode estar associada a menor custo da dívida, refletindo os benefícios do conhecimento acumulado do auditor sobre a empresa. Todavia, esta relação é frequentemente não linear, uma vez que relações excessivamente prolongadas podem levantar preocupações quanto à independência do auditor (García-Blandón et al., 2023).

3.2.1 O contexto nacional

Tal como referido anteriormente, o contexto português caracteriza-se por um mercado de capitais de reduzida dimensão, forte dependência do financiamento bancário e um enquadramento legal baseado no direito codificado. Estes fatores tornam a qualidade da auditoria particularmente relevante enquanto mecanismo de sinalização de fiabilidade da informação financeira perante as instituições financeiras (Carmo, 2016).

A evidência empírica nacional sobre o impacto direto da qualidade da auditoria no custo da dívida é mais limitada e concentra-se em empresas não cotadas, em virtude da configuração do tecido empresarial português (Carmo, 2016).

Enquanto a teoria e estudos noutros contextos *code-law* (Luo et al., 2023) sugerem que o sinal de qualidade do auditor reduz o custo da dívida, a evidência em Portugal é mista. Num extremo, alguns estudos não encontram um efeito significativo da dimensão *Big Four* no custo da dívida em pequenas empresas com auditoria voluntária (Pais, 2019). Contudo,

outros estudos em Portugal confirmam que a menor qualidade dos resultados está associada a um maior custo da dívida, reforçando o papel da auditoria na credibilidade (Eliwa et al., 2019).

Este cenário de evidência mista sugere que o efeito da qualidade da auditoria no custo da dívida em Portugal poderá estar condicionado pela dimensão da empresa e pela importância relativa do crédito bancário na estrutura de financiamento (Pais, 2019).

3.2.2 Contrastes na evidência empírica e implicações para a investigação

A revisão da literatura sugere, de forma global, uma associação negativa entre a qualidade da auditoria e o custo da dívida, embora a magnitude e a consistência deste efeito variem substancialmente em função do enquadramento institucional, do tipo de mercado financeiro e das *proxies* utilizadas para medir a qualidade da auditoria. Em mercados *common-law*, os resultados tendem a ser mais conclusivos, corroborando um papel relevante da reputação do auditor e dos *outputs* do processo de auditoria na redução do risco percebido pelos credores (Pittman & Fortin, 2004; Francis, 2011; Chen et al., 2016).

Em contraste, a evidência proveniente de mercados de tradição *code-law* revela resultados mais dispersos, já que a importância relativa da auditoria enquanto mecanismo de mitigação do risco parece ser condicionada pela maior dependência do financiamento bancário, pela relevância das garantias reais e pela existência de relações de crédito de longo prazo, que podem atenuar o impacto da qualidade da auditoria no custo da dívida (La Porta et al., 1998; Nekhili et al., 2013; Karjalainen, 2011). Esta heterogeneidade institucional sugere que os efeitos observados em mercados *common-law* não podem ser automaticamente generalizados para outros contextos económicos.

A literatura evidencia ainda que os resultados empíricos dependem fortemente das *proxies* utilizadas para medir a qualidade da auditoria. Enquanto *proxies* baseadas na reputação do auditor, como a pertença às *Big Four*, apresentam resultados relativamente consistentes em alguns contextos, outras *proxies*, nomeadamente a estabilidade do auditor ou a mudança recente de auditor, apresentam efeitos ambíguos, refletindo o *trade-off* entre independência e conhecimento acumulado do cliente (Johnson, Khurana & Reynolds, 2002; García-Blandón et al., 2023).

No contexto português, pautado por um sistema jurídico de tradição *code-law* e forte prevalência de intermediação bancária, a evidência disponível sugere que o impacto da qualidade da auditoria no custo da dívida é condicionado pela dimensão da empresa, pela obrigatoriedade da auditoria e pela *proxy* utilizada para medir a qualidade da auditoria (Carmo, 2016; Pais, 2019). Por conseguinte, estas especificidades justificam a necessidade de uma análise empírica dedicada ao contexto nacional.

4 Desenvolvimento das hipóteses de investigação

Com base no enquadramento teórico apresentado e na evidência empírica analisada na revisão da literatura, este capítulo apresenta as hipóteses de investigação relativas ao impacto da qualidade da auditoria no custo da dívida das PME portuguesas não financeiras. As hipóteses formuladas procuram operacionalizar empiricamente a pergunta de partida, ao incidir sobre três dimensões da qualidade da auditoria frequentemente utilizadas na literatura: a dimensão e reputação do auditor, o tipo de opinião emitida e a estabilidade da relação auditor-cliente.

4.1 Dimensão e reputação do auditor (*Big Four*)

A dimensão e reputação do auditor constituem uma das *proxies* de qualidade da auditoria mais utilizadas na literatura. A pertença ao grupo *Big Four* é geralmente associada a níveis superiores de competência, independência e credibilidade, funcionando como um sinal de maior fiabilidade da informação financeira (DeAngelo, 1981; Francis, 2011).

No quadro da discussão precedente, uma maior credibilidade da informação financeira contribui para reduzir a assimetria de informação e o risco percebido pelos credores, podendo traduzir-se em condições de financiamento mais favoráveis. A evidência empírica internacional tem, de forma geral, confirmado esta expectativa, encontrando uma associação entre auditoria por entidades *Big Four* e menores custos de financiamento (Pittman & Fortin, 2004; Karjalainen, 2011). Contudo, estudos realizados em contextos de tradição *code-law* sugerem que este efeito poderá ser menos pronunciado em economias com acentuado recurso ao financiamento bancário (Nekhili et al., 2013; Pais, 2019).

Assim, torna-se expectável que, no contexto das PME portuguesas não financeiras, a reputação associada às entidades *Big Four* seja interpretada pelos credores como um sinal de maior credibilidade da informação financeira, refletindo-se num menor custo da dívida.

À luz da evidência apresentada, formula-se a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 1: Empresas auditadas por auditores pertencentes às *Big Four* apresentam menor custo da dívida.

4.2 Tipo de opinião emitida pelo auditor

O tipo de opinião emitida pelo auditor representa uma *proxy* frequentemente utilizada para avaliar a qualidade da auditoria e a credibilidade da informação financeira divulgada. Mais concretamente, a emissão de uma opinião modificada pode ser interpretada como um sinal de maior risco ou incerteza relativamente à situação económico-financeira da empresa (Lennox, 1999; Chen et al., 2016).

Do ponto de vista concetual, os credores podem incorporar esta informação na avaliação do risco de crédito, exigindo condições de financiamento mais exigentes às empresas que recebem opiniões modificadas. A evidência empírica sugere que os mercados de crédito tendem a penalizar este tipo de pareceres, refletindo uma maior perceção de risco por parte dos financiadores (Lennox, 1999; Chen et al., 2016; Chen et al., 2022). Não obstante o exposto, em contextos fortemente dependentes do crédito bancário, a relevância da opinião de auditoria poderá ser atenuada pela existência de informação privada adicional disponível para as instituições financeiras (Pais, 2019).

Embora a literatura internacional se refira à opinião emitida no relatório de auditoria, no contexto português esta opinião é formalizada na Certificação Legal das Contas, doravante CLC, documento emitido pelo Revisor Oficial de Contas no âmbito da auditoria legal às demonstrações financeiras, em conformidade com o Regime Jurídico da Supervisão de Auditoria (Lei n.º 148/2015, de 9 de setembro).

Por conseguinte, espera-se que empresas cuja CLC contenha uma opinião modificada enfrentem condições de financiamento menos favoráveis quando comparadas com empresas a que lhes seja atribuída uma opinião sem modificações.

Neste contexto, formula-se a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 2: A emissão de uma opinião modificada está associada a maior custo da dívida.

4.3 Estabilidade do auditor (*Tenure*)

A estabilidade da relação entre auditor e cliente surge como uma *proxy* utilizada recorrentemente para captar os efeitos do conhecimento acumulado pelo auditor sobre a empresa auditada. Sob esta perspectiva, relações de auditoria mais duradouras tendem a proporcionar uma melhor compreensão dos riscos, processos e características específicas da entidade auditada (Johnson, Khurana & Reynolds, 2002; García-Blandón et al., 2023).

Em consonância com o exposto, este conhecimento acumulado poderá contribuir para reforçar a credibilidade da informação financeira e reduzir a incerteza enfrentada pelos credores. A evidência empírica emergente sugere, na sua generalidade, uma associação negativa entre a estabilidade do auditor e o custo da dívida, embora a literatura reconheça a existência de um potencial *trade-off* entre os benefícios do conhecimento acumulado e os riscos associados a uma eventual redução da independência do auditor (Johnson, Khurana & Reynolds, 2002; García-Blandón et al., 2023).

Ainda assim, a evidência predominante sugere que os benefícios associados à estabilidade da relação auditor-cliente tendem a prevalecer, o que conduz à expectativa de que relações de auditoria mais duradouras estejam associadas a um menor custo da dívida.

Face ao exposto, formula-se a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 3: A estabilidade do auditor está negativamente associada ao custo da dívida, podendo essa relação refletir o equilíbrio entre conhecimento acumulado e independência.

5 Dados, amostra e variáveis

5.1 Fonte de dados e período de análise

Os dados utilizados na presente investigação foram obtidos através da base de dados SABI, o Sistema de Análise de Balanços Ibéricos, comumente utilizada na literatura empírica para estudos no contexto português, por disponibilizar informação financeira detalhada, dados contabilísticos harmonizados e informação sobre auditoria, tanto para empresas cotadas como não cotadas.

O estudo incide sobre PME portuguesas não financeiras, uma vez que as entidades pertencentes ao setor financeiro apresentam características contabilísticas, regulamentares e de financiamento específicas, suscetíveis de enviesar a análise do custo da dívida. A opção por empresas não cotadas coaduna-se com a estrutura do sistema financeiro português, alicerçado numa forte dependência do financiamento institucional de crédito, o que torna este contexto particularmente adequado para analisar a relevância da qualidade da auditoria na avaliação do risco de crédito.

A análise é desenvolvida com base em observações ao nível empresa-ano e abrange um período temporal de 10 anos, permitindo explorar simultaneamente a variação transversal entre empresas e a evolução temporal das variáveis em estudo, o que contribui para uma análise empírica mais abrangente do custo da dívida das PME portuguesas.

5.2 Critérios de inclusão e exclusão da amostra e tratamento de *outliers*

A construção da amostra seguiu um conjunto rigoroso de critérios de seleção e procedimentos de tratamento de dados, com o intuito de assegurar a consistência económica das variáveis e a fiabilidade dos resultados empíricos.

A amostra inicial foi extraída no período compreendido entre 2015 e 2024, com base em contas individuais. Para este efeito, foram excluídas as empresas pertencentes aos setores financeiro e segurador, atendendo às suas especificidades contabilísticas e estruturais, que poderiam comprometer a comparabilidade dos resultados.

Adicionalmente, foi imposto um critério mínimo de três anos de informação disponível por empresa, com o objetivo de garantir a consistência das estimativas econométricas e evitar problemas associados a séries temporais demasiado curtas.

Posteriormente, a amostra foi restringida a Pequenas e Médias Empresas, doravante PME, de acordo com os critérios definidos pela Comissão Europeia, conforme apresentado na Tabela 1. Nos termos desta definição, a classificação como PME pressupõe o cumprimento do critério relativo ao número de trabalhadores, cumulativamente com, pelo menos, um dos critérios de natureza financeira, conforme esquematizado na referida tabela.

Tabela 1- Critérios de classificação de PME

INDICADOR	LIMITE
Número de trabalhadores	< 250
Volume de negócios	≤ 50 milhões de euros
Total do balanço	≤ 43 milhões de euros

Fonte: Definição de PME da Comissão Europeia e no Decreto-Lei n.º 126-B/2025.

Deste modo, após a aplicação destes critérios, obteve-se uma amostra inicial de 889 empresas, correspondente a 8.890 observações empresa–ano.

De seguida, procedeu-se à aplicação de um conjunto sequencial de filtros destinados a garantir a consistência económica da variável dependente, o custo da dívida, bem como das restantes variáveis utilizadas no estudo.

Numa primeira fase, foram excluídas as observações com valores de dívida financeira inferiores a 1, eliminando situações economicamente pouco relevantes que poderiam distorcer a mensuração do custo da dívida. A aplicação deste critério conduziu à exclusão de 5.393 observações, resultando numa amostra intermédia de 3.497 observações.

Subsequentemente, procedeu-se à remoção das observações com dados omissos na variável relativa à dívida financeira média. Estas ocorrências verificam-se, tipicamente, no primeiro ano de atividade da empresa ou em casos em que a dívida no período transato assume um valor nulo ou não disponível, impossibilitando o cálculo do custo da dívida. Tal procedimento implicou a exclusão de 413 observações, reduzindo a amostra para 3.084 registos.

Numa etapa ulterior, foram excluídas observações em que, apesar da existência de dívida financeira positiva, os encargos financeiros assumiam valores nulos ou negativos. Estas situações comprometem a interpretação do custo da dívida enquanto *proxy* do custo efetivo do financiamento. Ainda que possam refletir circunstâncias específicas, como acordos

intragrupo ou capitalização de juros, a sua inclusão poderia introduzir viés na análise. Neste sentido, foram eliminadas 1.231 observações, resultando numa amostra de 1.853 dados.

De seguida, foram expurgadas as observações com valores extremos de rendibilidade, nomeadamente casos em que o ROA assumia valores inferiores a -1, por serem considerados economicamente implausíveis. Desta forma, a aplicação deste critério conduziu à exclusão de 11 observações.

No que respeita às variáveis de controlo, foram ainda aplicados critérios adicionais de tratamento de *outliers*. Para a variável relativa à liquidez, foram excluídas observações com valores superiores a 1000, por refletirem situações extremas e pouco representativas, sendo posteriormente aplicada *winsorização* aos restantes valores. Por conseguinte, o procedimento resultou na exclusão de 1 observação.

No que concerne à variável de cobertura de juros, foram removidas as observações com valores inferiores a -100 e superiores a 1000, por representarem extremos que poderiam enviesar os resultados empíricos. Deste modo, a aplicação desta restrição redundou na eliminação de 36 observações.

Cumprasse assinalar que, no caso da variável alavancagem, os valores atípicos foram mantidos, sendo posteriormente submetidos a um processo de *winsorização*, de forma a salvaguardar a variabilidade da amostra sem comprometer a robustez das estimativas.

Concluída a aplicação de todos os critérios de exclusão e tratamento de *outliers*, reiterou-se a exigência de um período mínimo de três anos de observações por empresa, com o propósito de assegurar a consistência da estrutura longitudinal da base de dados. Como resultado, foram excluídas as empresas que, após os referidos procedimentos de filtragem, passaram a apresentar um número de observações inferior ao limite estipulado. Posto isto, a amostra final é composta por 308 empresas, correspondendo a 1.588 observações empresa–ano.

Por fim, de modo a mitigar o impacto de valores extremos nas variáveis contínuas, foi aplicada uma técnica de *winsorização* aos percentis 1% e 99%, em linha com a literatura empírica, contribuindo para atenuar a influência de *outliers* sem anular totalmente a assimetria intrínseca em determinadas distribuições.

A Tabela 2 apresenta de forma sintética o processo de construção da amostra.

Tabela 2 - Construção da amostra

Etapa	N.º observações	N.º observações restantes
Amostra inicial (PME – SABI, 2015–2024)	8.890	8.890
Dívida financeira < 1	(5.393)	3.497
Dívida média em falta	(413)	3.084
Dívida > 0 e encargos $\leq$ 0	(1.231)	1.853
ROA < -1	(11)	1.842
Liquidez > 1000	(1)	1.841
Cobertura de juros < -100 ou > 1000	(36)	1.805
Empresas com < 3 anos de observações	(217)	1.588
Amostra final		1.588

Fonte: Base de dados SABI

5.3 Definição e mensuração das variáveis

Neste subcapítulo proceder-se-á à definição das variáveis a utilizar na análise empírica, distinguindo-se a variável dependente, as variáveis independentes principais associadas à qualidade da auditoria e um conjunto de variáveis de controlo. A seleção das variáveis encontra-se alinhada com a literatura empírica sobre custo da dívida e qualidade da auditoria, permitindo analisar a associação entre determinadas características da auditoria e a perceção de risco de crédito por parte das instituições financeiras.

i. Variável dependente

A variável dependente do estudo é o custo da dívida, que reflete o custo médio suportado pelas empresas pelo financiamento obtido junto de credores. Este indicador permite captar a taxa implícita exigida pelos credores, sendo frequentemente interpretado como *proxy* do risco de crédito percebido.

Em consonância com estudos anteriores, o custo da dívida é mensurado através do rácio entre os encargos financeiros e a dívida financeira média da empresa, expresso em percentagem, conforme estipulado na equação 1.

$$COD_{i,t} = \frac{Encargos\ financeiros_{i,t}}{Dívida\ financeira\ média_{i,t}} \times 100 \quad (1)$$

Já a dívida financeira média corresponde à média da dívida financeira no período (t) e no período (t-1), cujo cálculo é apresentado na equação 2.

$$Dívida\ financeira\ média_{i,t} = \frac{Dívida\ financeira_{i,t} + Dívida\ financeira_{i,t-1}}{2} \quad (2)$$

A dívida financeira considerada compreende a dívida de curto prazo e a dívida de médio e longo prazo. Deste modo, esta abordagem permite captar de forma mais precisa o custo implícito do financiamento, reduzindo potenciais distorções associadas à utilização de valores de dívida observados num único período.

Posteriormente, a variável foi ainda sujeita a *winsorização* aos percentis de 1% e 99%, de forma a acautelar o impacto de valores extremos.

ii. Variáveis independentes

A qualidade da auditoria é operacionalizada através de diferentes *proxies* amplamente utilizadas na literatura, que captam distintas dimensões da auditoria, nomeadamente a competência, a independência e a credibilidade percebida pelos credores.

Em primeiro lugar, a dimensão e reputação do auditor são medidas através da variável *Big Four*, definida como uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa é auditada por uma entidade pertencente ao grupo *Big Four*, ou seja, Deloitte, Ernst & Young, KPMG ou PwC, e 0 nos restantes casos. Esta variável procura captar o efeito reputacional associado a auditores de maior dimensão e notoriedade internacional, frequentemente interpretado como sinal de maior qualidade da auditoria.

De seguida, o tipo de opinião emitida na CLC é utilizado como indicador associado ao risco financeiro e à fiabilidade da informação financeira divulgada. Esta variável é definida como uma *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa apresenta uma opinião modificada, incluindo opiniões com reservas, opiniões adversas ou escusas de opinião, e o valor 0 quando apresenta uma opinião sem modificações. Nesta última categoria incluem-se tanto as opiniões sem reservas como as opiniões sem reservas acompanhadas de parágrafo de ênfase,

uma vez que, de acordo com as normas de auditoria, a inclusão de um parágrafo de ênfase não constitui uma modificação da opinião do auditor.

Em terceiro lugar, a estabilidade do auditor é mensurada através do número de anos consecutivos em que a empresa mantém o auditor. Esta variável permite captar o efeito do conhecimento acumulado do auditor sobre a empresa, refletindo o potencial *trade-off* entre competência técnica e independência. Releva, contudo, salientar que esta é medida com base nos anos consecutivos observáveis na base de dados, pelo que relações auditor–cliente iniciadas antes do período de análise poderão encontrar-se subestimadas.

Neste sentido, a Tabela 3, abaixo apresentada, sintetiza as principais variáveis utilizadas, ao referir a respetiva definição e a forma de mensuração.

Tabela 3 - Síntese das variáveis dependentes e independentes

VARIÁVEL	Categoria da variável	Definição ou mensuração	Sinal esperado
Custo da dívida	Dependente	$COD_{i,t} = \frac{Encargos\ financeiros_{i,t}}{Dívida\ financeira\ média_{i,t}} * 100$	-
Dimensão e reputação do auditor	Independente	$BIG\ FOUR_{i,t} = 1$, se a empresa <i>i</i> for auditada por Deloitte, EY, KPMG, ou PwC no ano <i>t</i> . $BIG\ FOUR_{i,t} = 0$, caso contrário.	Negativo
Tipo de opinião	Independente	$OPINION_{i,t} = 1$, se a empresa <i>i</i> evidenciar opinião modificada no ano <i>t</i> . $OPINION_{i,t} = 0$, se a empresa <i>i</i> evidenciar opinião sem modificações no ano <i>t</i> .	Positivo
Estabilidade do auditor	Independente	$Tenure_{i,t}$ = número de anos consecutivos em que a empresa <i>i</i> mantém o auditor até ao ano <i>t</i> .	Negativo

Fonte: Elaboração própria

iii. Variáveis de controlo

De modo a controlar outros fatores económicos e financeiros que influenciam o custo da dívida, foram incluídas diversas variáveis de controlo regularmente mobilizadas na literatura empírica. Entre estas incluem-se a dimensão da empresa, medida através do logaritmo natural do total do ativo, a rendibilidade, captada através do ROA, a alavancagem financeira, mensurada pela relação entre o passivo total e o ativo total, a liquidez, medida através do rácio de liquidez corrente, e a cobertura de juros, que procura refletir a capacidade da

empresa para suportar os respetivos encargos financeiros. Ademais, incorporou-se a antiguidade da organização, operacionalizada por intermédio do logaritmo natural da idade da empresa acrescida de uma unidade, com o intuito de captar o efeito da reputação histórica e da longevidade no mercado.

Adicionalmente, foram incluídos efeitos setoriais, operacionalizados através de variáveis *dummy* associadas aos diferentes ramos de atividade, com o objetivo de controlar diferenças estruturais entre setores de atividade que possam influenciar as condições de financiamento das empresas. Foi ainda incluída uma variável temporal correspondente ao ano da observação, com o fito de mitigar potenciais alterações macroeconómicas e variações nas condições gerais de financiamento ao longo do período analisado.

A Tabela 4 apresenta as variáveis de controlo incluídas no modelo econométrico, bem como a respetiva definição e o sinal esperado com base na literatura empírica.

Tabela 4 - Síntese das variáveis de controlo

VARIÁVEL	Definição ou mensuração	Sinal esperado
Dimensão	$SIZE_{(i,t)} = LN [Ativo\ total_{i,t}]$	Negativo
Rendibilidade	$ROA_{(i,t)} = \frac{Resultado\ líquido_{i,t}}{Ativo\ total_{i,t}}$	Negativo
Alavancagem	$LEV_{(i,t)} = \frac{Passivo\ total_{i,t}}{Ativo\ total_{i,t}}$	Positivo
Liquidez	$LIQ_{(i,t)} = \frac{Ativo\ corrente_{i,t}}{Passivo\ corrente_{i,t}}$	Negativo
Cobertura de juros	$ICR_{(i,t)} = \frac{Resultado\ operacional_{i,t}}{Encargos\ financeiros_{i,t}}$	Negativo
Idade	$AGE_{(i,t)} = LN [1 + Idade_{i,t}]$	Negativo
Ano	$YEAR_{(i,t)} = Ano\ de\ observação$	Positivo

Fonte: Elaboração própria

As variáveis anteriormente definidas serão integradas no modelo econométrico apresentado na secção seguinte, permitindo analisar empiricamente o impacto da qualidade da auditoria no custo da dívida.

5.4 Estatística descritiva e análise de correlações

5.4.1 Estatísticas descritivas

A análise das estatísticas descritivas assume particular relevância no contexto do presente estudo, na medida em que permite identificar padrões gerais das variáveis financeiras e de auditoria, e ainda potenciais assimetrias e dispersões suscetíveis de influenciar a interpretação dos resultados econométricos subsequentes.

Posto isto, a Tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas das principais variáveis utilizadas na análise empírica, permitindo caracterizar a amostra em estudo e compreender o comportamento geral das variáveis consideradas no modelo econométrico.

Tabela 5 - Estatísticas descritivas

VARIÁVEL	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Variância	Assimetria
COD	3,79	2,74	4,18	17,45	3,89
ROA	0,04	0,03	0,11	0,01	0,03
LEV	0,76	0,79	0,25	0,07	0,21
LIQ	2,72	1,35	6,26	39,18	6,53
ICR	20,97	5,21	60,66	3679,87	4,57
SIZE	14,54	14,54	1,29	1,67	0,03
AGE	1,64	1,61	0,53	0,28	1,15
TENURE	3,38	3,00	1,88	3,53	0,52

Fonte: Elaboração própria com base no SPSS

Relativamente à variável dependente, o custo da dívida apresenta um valor médio de aproximadamente 3,79% e uma mediana de 2,74%, sugerindo uma distribuição assimétrica à direita, resultado igualmente confirmado pelos coeficientes de assimetria. Este padrão indica que, embora a maioria das empresas apresente custos de financiamento relativamente baixos, existe um conjunto mais reduzido de observações com custos significativamente superiores. Convém sublinhar que, apesar da aplicação de técnicas de *winsorização* aos percentis de 1% e 99%, a assimetria da distribuição não desaparece totalmente, refletindo características frequentemente observadas em dados financeiros.

No que respeita às variáveis financeiras de controlo, a rentabilidade apresenta uma distribuição relativamente equilibrada, com média, em torno de 4%, próxima da mediana. A

alavancagem média situa-se em aproximadamente 76%, sugerindo uma estrutura financeira marcada por forte dependência de capitais alheios, aspeto compatível com a natureza da amostra composta por PME.

Por sua vez, as variáveis associadas à liquidez e cobertura de juros exibem distribuições fortemente assimétricas, observando-se diferenças expressivas entre a média e a mediana, bem como elevados níveis de dispersão. Estas características sugerem a presença de observações extremas, situação frequente em variáveis financeiras associadas à capacidade de solvabilidade das empresas. Neste contexto, a utilização de procedimentos de tratamento de extremos revela-se particularmente relevante, recomendando-se simultaneamente prudência na interpretação dos coeficientes associados a estas variáveis.

Relativamente à dimensão das empresas, medida através do logaritmo natural do ativo total, observa-se uma distribuição relativamente equilibrada e com menor dispersão comparativamente às restantes variáveis financeiras. Por outro lado, a variável relativa à idade apresenta níveis moderados de dispersão e assimetria, sugerindo a coexistência de empresas relativamente recentes com empresas de maior maturidade no mercado.

Por último, e no que diz respeito à estabilidade do auditor, a variável *Tenure* apresenta um valor médio de aproximadamente 3,4 anos consecutivos com o mesmo auditor e uma mediana de 3 anos, sugerindo uma permanência relativamente estável da relação auditor–cliente ao longo do período analisado.

5.4.2 Comparação entre grupos

5.4.2.1 Auditores *Big Four* Vs. auditores não *Big Four*

Adicionalmente, procedeu-se à análise descritiva por grupos, distinguindo entre empresas auditadas por auditores *Big Four* e empresas auditadas por auditores não pertencentes a este grupo, que deu origem à Tabela 6.

Tabela 6 - Média das variáveis por grupo de auditoria

VARIÁVEL	Média [BIG4 _{i,t}] = 0	Média [BIG4 _{i,t}] = 1
COD	3,78	4,07
ROA	0,04	0,03
LEV	0,76	0,83
LIQ	2,76	1,46
ICR	20,86	24,12
SIZE	14,48	16,42
AGE	1,64	1,59
TENURE	3,35	3,96
N.º observações	1532	56

Fonte: Elaboração própria com base no SPSS

Os resultados obtidos apontam para a existência de diferenças relevantes entre os dois grupos analisados, verificando-se que as empresas auditadas por entidades pertencentes ao grupo *Big Four* apresentam, em média, maior dimensão, níveis mais elevados de alavancagem e menor liquidez, sugerindo um perfil financeiro distinto face às restantes empresas.

Paralelamente, observa-se que as empresas auditadas por entidades *Big Four* apresentam maior estabilidade da relação auditor–cliente, refletida por um valor médio de *Tenure* superior ao observado nas restantes empresas.

Relativamente ao custo da dívida, verifica-se que as empresas auditadas pelo grupo *Big Four* apresentam, em média, custos de financiamento superiores aos das restantes empresas da amostra. No entanto, esta diferença não deve ser interpretada isoladamente como efeito da auditoria, uma vez que o referido grupo representa apenas uma pequena fração da amostra total e apresenta características financeiras substancialmente distintas. Assim, esta comparação deve ser interpretada apenas como evidência preliminar, e quaisquer conclusões relativas ao impacto da reputação do auditor sobre o custo da dívida requerem uma análise multivariada que permita controlar simultaneamente os diversos fatores financeiros e estruturais das empresas.

5.4.2.2 Tipo de opinião emitida pelo auditor

Efetuuou-se igualmente a realização de uma análise descritiva em função do tipo de parecer do auditor, estabelecendo-se a distinção entre empresas que apresentam uma opinião sem

modificações na sua certificação legal de contas daquelas que apresentam uma opinião modificada, conforme evidenciado na Tabela 7.

Tabela 7 - Média das variáveis por tipo de opinião do auditor

VARIÁVEL	Média [$OPINION_{i,t}$] = 0	Média [$OPINION_{i,t}$] = 1
COD	3,46	4,05
ROA	0,05	0,02
LEV	0,72	0,80
LIQ	2,79	2,66
ICR	29,13	14,59
SIZE	15,21	14,02
AGE	4,94	5,56
TENURE	3,51	3,27
N.º de observações	697	891

Fonte: Elaboração própria com base no SPSS

A evidência constante na Tabela 7 revela que as empresas com opinião modificada apresentam, em média, um custo da dívida superior ao das empresas com opinião sem modificações.

Complementarmente, estas empresas apresentam menor rentabilidade, maior alavancagem financeira e menor cobertura de juros, sugerindo um perfil financeiro relativamente mais frágil. Por outro lado, as empresas com opinião sem reservas, sem opinião adversa ou sem escusa de opinião apresentam uma relação auditor–cliente ligeiramente mais estável, refletida por um valor médio de *Tenure* superior.

Neste sentido, as diferenças observadas não devem ser interpretadas isoladamente como efeito direto da auditoria, mas antes como evidência preliminar de que determinadas características associadas à CLC poderão sinalizar informação relevante para a avaliação do risco de crédito por parte dos financiadores.

5.4.3 Análise de correlações e multicolinearidade

Com o propósito de avaliar a eventual existência de problemas de multicolinearidade entre as variáveis explicativas, procedeu-se ao cálculo do fator de inflação da variância, designado por VIF. Os resultados, apresentados na Tabela 8, indicam que todos os valores de VIF apresentam-se, em geral, reduzidos, situando-se abaixo dos limites habitualmente

considerados problemáticos na literatura empírica, não sendo identificados indícios relevantes de multicolinearidade.

Tabela 8 - Estatísticas de multicolinearidade

VARIÁVEL	Tolerância	VIF
ROA	0,53	1,91
LEV	0,68	1,48
LIQ	0,96	1,04
ICR	0,64	1,58
SIZE	0,66	1,51
AGE	0,58	1,74
TENURE	0,55	1,81
BIG FOUR	0,90	1,11
OPINION	0,76	1,32
INDÚSTRIA	0,78	1,28
COMERCIO	0,80	1,25
CONSTRUÇÃO	0,90	1,11

Fonte: Elaboração própria com base no SPSS

No mesmo âmbito, a Tabela 9 apresenta a matriz de correlações de *Pearson* entre as variáveis contínuas utilizadas no estudo.

Tabela 9 - Matriz de correlações de Pearson

VARIÁVEL	COD	ROA	LEV	LIQ	ICR	SIZE	AGE	TENURE
COD	1	-0,007	0,022	-0,047	-0,064*	-0,108**	0,123**	0,098**
ROA	-0,007	1	-0,524**	-0,020	0,591**	0,078**	0,049	0,027
LEV	0,022	-	1	-0,005	-	-0,151**	-0,188**	-0,118**
		0,524**			0,328**			
LIQ	-0,047	-0,020	-0,005	1	-0,021	0,022	-0,039	-0,035
ICR	-0,064*	0,591**	-0,328	-0,021	1	0,110**	-0,010	-0,048
SIZE	-0,108**	0,078**	-0,151**	0,022	0,110**	1	0,085**	0,262**
AGE	0,123**	0,049	-0,188**	-0,039	-0,010	0,085**	1	0,631**
TENURE	0,098**	0,027	-0,118**	-0,035	-0,048	0,262**	0,631**	1

*Notas: * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$.*

Fonte: Elaboração própria com base no SPSS

Face aos resultados obtidos, os coeficientes de correlação apresentam valores reduzidos a moderados, não sendo observadas correlações suficientemente elevadas que indiciem problemas severos de multicolinearidade entre as variáveis explicativas.

No que concerne à variável dependente, observa-se uma correlação negativa entre o custo da dívida e a dimensão da empresa, bem como entre o custo da dívida e a cobertura de juros, sugerindo que empresas maiores e com maior capacidade de cobertura dos encargos financeiros tendem a apresentar custos de financiamento relativamente inferiores. Adicionalmente, verifica-se uma associação positiva entre o custo da dívida, a idade da empresa e a variável associada à estabilidade do auditor, ainda que de magnitude moderada.

Entre as variáveis explicativas, destaca-se a correlação positiva entre a rentabilidade e a cobertura de juros ($r = 0,591$), bem como a correlação negativa entre a rentabilidade e a alavancagem ($r = -0,524$), resultados consistentes com a literatura financeira.

A correlação mais elevada observa-se entre a idade da empresa e a variável *Tenure* ($r = 0,631$), sugerindo que empresas mais antigas tendem a apresentar relações mais prolongadas com o mesmo auditor. Ainda assim, este valor permanece abaixo dos limites habitualmente considerados problemáticos na literatura empírica.

5.4.4 Distribuição e evolução temporal do custo da dívida

Com o objetivo de complementar a análise descritiva anteriormente apresentada, recorre-se igualmente à representação gráfica da distribuição e da evolução temporal do custo da dívida.

O histograma da variável dependente do estudo revela igualmente uma distribuição assimétrica à direita, caracterizada por uma elevada concentração de observações em níveis relativamente baixos de custo de financiamento e por uma cauda longa associada a valores mais elevados. Tal padrão encontra-se alinhado com os resultados anteriormente obtidos na análise descritiva.

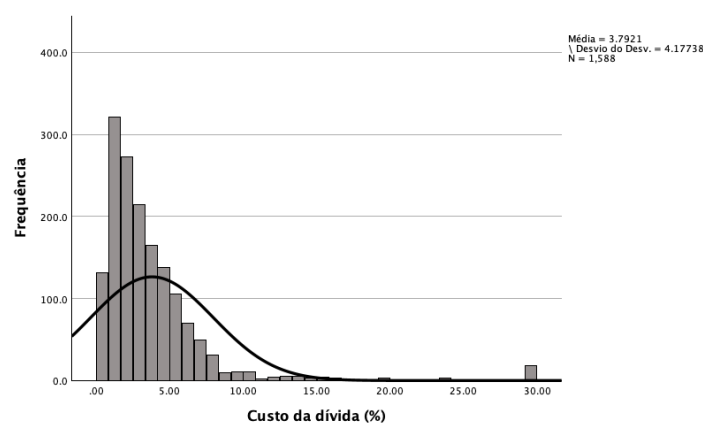


Figura 1 - Histograma da distribuição do custo da dívida

Por fim, a análise da evolução temporal do custo médio da dívida permite observar uma trajetória decrescente entre 2016 e 2020, seguida de um aumento gradual até 2024. Este comportamento poderá refletir alterações nas condições macroeconómicas e na evolução das taxas de juro ao longo do período analisado, sugerindo uma evolução não linear do custo de financiamento das empresas da amostra.

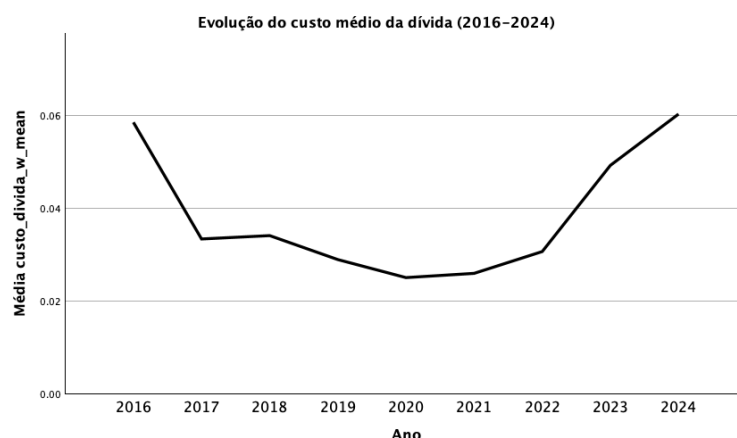


Figura 2 - Evolução temporal do custo médio da dívida

6 Metodologia Empírica

6.1 Modelo base e especificação econométrica

A análise empírica desenvolvida na investigação assenta na estimação de modelos de regressão linear múltipla aplicados a dados organizados ao nível empresa-ano, procurando avaliar a associação entre a qualidade da auditoria e o custo da dívida das PME portuguesas não financeiras.

A metodologia adotada baseia-se no método dos mínimos quadrados ordinários, designado na literatura por *Ordinary Least Squares* (OLS), frequentemente utilizado nas áreas da auditoria e do financiamento empresarial para analisar relações entre variáveis contabilísticas, financeiras e características de governação das empresas.

Conforme anteriormente referido, a variável dependente do estudo corresponde ao custo da dívida, mensurado através do rácio entre os encargos financeiros e a dívida financeira média da empresa, expresso em percentagem e sujeito a *winsorização* aos percentis de 1% e 99%.

Assim, o modelo econométrico base utilizado no presente estudo assume a especificação apresentada na equação 3.

$$\begin{aligned}
COD_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 BIG4_{i,t} + \beta_2 OPINION_{i,t} + \beta_3 TENURE_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} \\
& + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 LIQ_{i,t} + \beta_8 ICR_{i,t} + \beta_9 AGE_{i,t} \\
& + \beta_{10} YEAR_{i,t} + \beta_{11} SETOR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned}
\tag{3}$$

em que:

- $COD_{i,t}$ corresponde ao custo da dívida da empresa i no período t ;
- $BIG4_{i,t}$ representa a variável *dummy* associada à auditoria por entidades do grupo *Big Four*;
- $OPINION_{i,t}$ corresponde à variável associada ao tipo de opinião emitida pelo auditor;
- $TENURE_{i,t}$ representa a estabilidade da relação auditor–cliente;
- $SIZE_{i,t}$ corresponde à dimensão da empresa;
- $ROA_{i,t}$ representa a rentabilidade da empresa;
- $LEV_{i,t}$ corresponde à alavancagem financeira;
- $LIQ_{i,t}$ representa a liquidez corrente;
- $ICR_{i,t}$ corresponde à cobertura de juros;
- $AGE_{i,t}$ representa a idade da empresa;
- $YEAR_{i,t}$ corresponde à variável temporal associada ao ano da observação;
- $SETOR_{i,t}$ corresponde às variáveis *dummy* setoriais;
- $\varepsilon_{i,t}$ representa o termo de erro aleatório.

A inclusão das variáveis de controlo visa isolar o efeito das variáveis associadas à auditoria, reduzindo potenciais problemas de variável omitida e permitindo uma interpretação mais consistente dos coeficientes estimados. Neste contexto, as estimativas foram realizadas através do software *IBM SPSS Statistics*, sendo reportados os coeficientes não padronizados, os respetivos erros-padrão, os valores da estatística t , os níveis de significância estatística, o coeficiente de determinação R^2 , o R^2 ajustado, a estatística F , o número de observações, assim como os indicadores de multicolinearidade, designadamente o VIF e os respetivos níveis de tolerância.

A interpretação económica dos resultados incidirá sobre os coeficientes não padronizados, uma vez que estes permitem analisar diretamente a associação marginal entre as variáveis explicativas e o custo da dívida.

6.2 Especificações alternativas, robustez e considerações metodológicas

A presente investigação baseia-se numa única especificação econométrica principal, construída com base no enquadramento teórico e na evidência empírica analisada na revisão da literatura. A seleção das variáveis explicativas e de controlo procurou refletir os principais determinantes do custo da dívida identificados pela literatura, assim como a disponibilidade da informação necessária à sua operacionalização.

A consistência dos resultados foi reforçada através de diferentes procedimentos, nomeadamente o tratamento de valores extremos por *winsorização*, a análise de multicolinearidade através do VIF, a inclusão de variáveis de controlo económico-financeiras, a consideração de variáveis setoriais e a inclusão de uma tendência temporal.

Embora pudessem ser consideradas especificações alternativas, nomeadamente através da utilização de outras *proxies* de qualidade da auditoria ou da inclusão de variáveis relacionadas com características específicas dos financiamentos obtidos pelas empresas, a inexistência de informação suficientemente detalhada e consistente para a totalidade da amostra limitou essa possibilidade. À luz do exposto, optou-se por privilegiar uma especificação parcimoniosa e alinhada com os objetivos da investigação.

Cumpram ainda salientar que, apesar da inclusão de diversas variáveis de controlo amplamente reconhecidas na literatura, subsiste a possibilidade de existirem fatores não observados suscetíveis de influenciar simultaneamente as variáveis explicativas e o custo da dívida. Nesta medida, os resultados obtidos devem ser interpretados como evidência de associações estatísticas entre as variáveis analisadas, não permitindo, por si só, estabelecer relações estritamente causais.

CAPÍTULO IV – ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

7 Resultados empíricos

7.1 Resultados do modelo econométrico

Tendo em consideração a análise da associação entre a qualidade da auditoria e o custo da dívida da amostra, procedeu-se à estimação do modelo de regressão linear múltipla definido no capítulo metodológico. Para este efeito, a Tabela 10 revela os resultados obtidos para o modelo estimado, incluindo os coeficientes não padronizados, os respetivos erros-padrão, valores da estatística t, níveis de significância estatística e indicadores de multicolinearidade.

Tabela 10 - Resultados do modelo de regressão

VARIÁVEL	Coeficiente não padronizado	Erro- padrão	Estatística t	SIG.	VIF
Constante	-1218,025	145,897	-8,349	<0,001	-
BIG FOUR	1,481	0,574	2,581	0,010	1,113
OPINION	-0,157	0,233	-0,672	0,502	1,329
TENURE	-0,162	0,082	-1,978	0,048	2,339
ROA	2,783	1,236	2,251	0,024	1,927
LEV	0,595	0,480	1,241	0,215	1,486
LIQ	-0,014	0,016	-0,875	0,382	1,044
ICR	-0,006	0,002	-3,076	0,002	1,591
SIZE	-0,455	0,095	-4,768	<0,001	1,511
AGE	0,125	0,260	0,481	0,631	1,892
SETOR INDÚSTRIA	0,462	0,262	1,765	0,078	1,281
SETOR COMERCIO	0,717	0,253	2,839	0,005	1,251
SETOR CONSTRUÇÃO	1,103	0,433	2,546	0,011	1,122
YEAR	0,608	0,072	8,402	<0,001	2,060
$R = 0,303$ $R^2 = 0,092$ $R^2 \text{ ajustado} = 0,084$ Estatística $F = 12,207$ $N.º \text{ observações} = 1.588$	-	-	-	-	-

Fonte: Elaboração própria com base no SPSS

Relativamente à capacidade explicativa do modelo, o coeficiente de determinação R^2 assume um valor de 0,092, indicando que aproximadamente 9,2% da variabilidade observada no custo da dívida é explicada pelas variáveis incluídas no modelo. Por sua vez, o R^2 ajustado apresenta um valor de 0,084.

Embora estes valores indiquem uma capacidade explicativa limitada, os mesmos revelam-se estatisticamente significativos e compatíveis com a natureza da variável em análise e com as características da amostra estudada. Com efeito, o custo da dívida é influenciado por diversos fatores que não se encontram observáveis na base de dados utilizada, designadamente garantias prestadas, relações bancárias, *rating* interno, maturidade da dívida ou condições contratuais específicas associadas aos financiamentos obtidos pelas empresas.

Para avaliar a significância global do modelo, considera-se como hipótese nula que todos os coeficientes das variáveis explicativas são simultaneamente iguais a zero ($H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 \dots = \beta_k = 0$), sendo a hipótese alternativa definida pela existência de pelo menos um coeficiente estatisticamente diferente de zero. Os resultados obtidos permitem rejeitar a hipótese nula aos níveis convencionais de significância, uma vez que a estatística F assume o valor de 12,207, o que permite inferir a significância estatística global do modelo, isto é, o conjunto das variáveis incluídas tem capacidade explicativa estatisticamente relevante.

Adicionalmente, e no que diz respeito à significância estatística dos coeficientes estimados, considera-se como hipótese nula a inexistência de associação estatisticamente significativa entre cada variável explicativa e o custo da dívida, sendo a hipótese alternativa definida pela existência dessa associação.

Posto isto, relativamente às variáveis associadas à qualidade da auditoria, verifica-se que a variável *Big Four* apresenta um coeficiente positivo e estatisticamente significativo, sugerindo a existência de uma associação positiva entre a auditoria realizada por entidades pertencentes a este grupo e o custo da dívida. Por sua vez, a variável opinião de auditoria não apresenta significância estatística, não sendo possível concluir pela existência de uma associação estatisticamente significativa entre esta característica e o custo da dívida. Em contrapartida, a variável *Tenure* evidencia um coeficiente negativo e estatisticamente significativo, apontando para uma associação negativa entre a duração da relação auditor–cliente e a variável dependente.

No que concerne às variáveis de controlo, constata-se que a dimensão da empresa, a rendibilidade dos ativos e a cobertura de juros apresentam coeficientes estatisticamente significativos. De uma forma mais singular, a dimensão da empresa revela uma associação negativa com o custo da dívida, enquanto a rendibilidade dos ativos apresenta uma associação positiva e a cobertura de juros uma associação negativa. Suplementarmente, a variável temporal incluída no modelo revela igualmente significância estatística, sugerindo

a existência de efeitos associados ao período em análise. Já relativamente às variáveis setoriais, os resultados sugerem que as empresas pertencentes aos setores do comércio e da construção apresentam custos da dívida superiores aos observados no setor de referência, enquanto o setor industrial demonstra apenas significância estatística marginal. Em contrapartida, a variável associada à alavancagem financeira, liquidez e idade da empresa não apresentam níveis de significância estatística suficientes para sustentar a existência de uma associação sistemática com a variável dependente.

Finalmente, cumpre assinalar que os valores de VIF permanecem reduzidos em todas as variáveis incluídas no modelo, corroborando a inexistência de problemas relevantes de multicolinearidade.

7.2 Interpretação económica dos resultados

A análise dos coeficientes estimados permite compreender de que forma as características associadas à auditoria e os fatores económico-financeiros considerados no modelo se relacionam com o custo da dívida das empresas incluídas na amostra.

A variável *Big Four*, como mencionado no subcapítulo anterior, apresenta uma associação positiva com o custo da dívida. Em termos económicos, este resultado sugere que, mantendo constantes as restantes variáveis do modelo, as empresas auditadas por entidades pertencentes ao grupo apresentam, em média, um custo da dívida superior ao observado nas restantes empresas da amostra. Embora a significância estatística desta variável permita concluir pela existência de uma associação entre ambas as variáveis, o sinal positivo obtido revela-se contrário ao inicialmente esperado.

Por sua vez, a variável associada ao tipo de opinião emitida pelo auditor não apresenta significância estatística, não sendo possível identificar uma associação sistemática entre a emissão de opiniões modificadas e o custo da dívida. Consequentemente, os resultados obtidos não permitem concluir, para a presente amostra e especificação do modelo, a existência de uma associação estatisticamente significativa entre o tipo de opinião emitida e o custo da dívida das empresas analisadas.

No que respeita à variável *Tenure*, o coeficiente negativo estimado sugere que relações mais duradouras entre o auditor e o respetivo cliente tendem a estar associadas a menores custos de financiamento. Em termos económicos, este resultado indica que empresas que mantêm uma relação de auditoria mais estável beneficiam, em média, de custos da dívida

relativamente inferiores quando comparadas com empresas que apresentam relações de auditoria menos duradouras.

Relativamente às variáveis de controlo, a dimensão da empresa apresenta uma associação negativa com o custo da dívida, sugerindo que empresas de maior dimensão tendem a beneficiar de condições de financiamento mais favoráveis. Este resultado é consistente com a perspetiva de que entidades de maior dimensão apresentam maior poder negocial, maior diversificação das suas atividades e uma menor perceção de risco por parte dos financiadores.

Por outro lado, a variável associada à rendibilidade dos ativos sugere uma associação positiva com o custo da dívida. Este resultado indica que empresas mais rentáveis tendem, em média, a apresentar custos de financiamento superiores. Embora este sinal não corresponda ao habitualmente previsto pela teoria financeira, a associação observada sugere que a rendibilidade constitui uma característica relevante na explicação do custo da dívida no contexto da amostra analisada.

Adicionalmente, a cobertura de juros apresenta uma associação negativa com o custo da dívida. Em termos económicos, este resultado sugere que empresas com maior capacidade para suportar os respetivos encargos financeiros tendem a beneficiar de condições de financiamento mais vantajosas. Esta evidência encontra-se alinhada com a interpretação da cobertura de juros enquanto indicador da capacidade financeira da empresa para cumprir as suas obrigações perante os credores.

No tocante ao setor de atividade, os resultados sugerem que as empresas pertencentes aos setores do comércio e da construção tendem a apresentar custos da dívida superiores aos observados no setor de referência. Em termos económicos, esta evidência poderá estar associada a características próprias destes setores, designadamente uma maior exposição ao risco operacional e às flutuações do ciclo económico, fatores suscetíveis de influenciar a perceção de risco por parte dos credores.

8 Discussão

8.1 Enquadramento da discussão dos resultados

Após a apresentação dos resultados empíricos, procede-se à respetiva discussão à luz do enquadramento teórico e da evidência empírica reunida na revisão da literatura. Este capítulo visa interpretar os resultados obtidos para cada uma das hipóteses de investigação

formuladas, avaliando o seu grau de confirmação e confrontando-os com os principais estudos desenvolvidos em contextos internacionais, europeus e nacionais. Complementarmente, são discutidas as implicações dos resultados para os diferentes intervenientes no mercado de crédito, assim como as principais limitações associadas ao presente estudo.

Por conseguinte, a Tabela 11, abaixo apresentada, sintetiza os resultados obtidos para as hipóteses de investigação formuladas no capítulo 4.

Tabela 11 - Síntese dos resultados das hipóteses de investigação

HIPÓTESE	Formulação	Resultado
H1	Empresas auditadas por auditores pertencentes às <i>Big Four</i> apresentam menor custo da dívida.	Não confirmada
H2	A emissão de um parecer de auditoria modificada está associada a maior custo da dívida.	Não confirmada
H3	A estabilidade do auditor está negativamente associada ao custo da dívida, podendo essa relação refletir o equilíbrio entre conhecimento acumulado e independência.	Parcialmente confirmada

Fonte: Elaboração própria com base no SPSS

8.2 Discussão da hipótese 1: Dimensão e reputação do auditor (*Big Four*)

A hipótese 1 estabelecia que empresas auditadas por auditores pertencentes às *Big Four* apresentariam um menor custo da dívida. Esta expectativa assentava na literatura que associa a reputação e dimensão destas entidades de auditoria a uma maior credibilidade da informação financeira, menor assimetria de informação e menor risco percebido pelos credores (DeAngelo, 1981; Pittman & Fortin, 2004; Francis, 2011; Karjalainen, 2011).

No entanto, a evidência revelada pelo modelo não permite confirmar esta hipótese, uma vez que, embora a variável *Big Four* apresente significância estatística, o coeficiente estimado assume sinal positivo, contrariando a relação negativa prevista teoricamente. Este resultado diverge de parte da evidência internacional, nomeadamente dos estudos de Pittman e Fortin (2004) e Karjalainen (2011), que identificam uma associação entre auditoria por entidades *Big Four* e menores custos de financiamento.

Deste modo, os resultados obtidos sugerem que, nesta amostra, as empresas auditadas por entidades *Big Four* apresentam, em média, um custo da dívida superior ao observado nas restantes empresas. Todavia, este resultado não deve ser interpretado como evidência de que a auditoria realizada por entidades *Big Four* conduz a um aumento do custo da dívida. Pelo contrário, a interpretação deve ser efetuada com prudência, atendendo às características da amostra analisada. Designadamente, o número de entidades auditadas por entidades do grupo representa uma proporção reduzida do total de observações, circunstância que limita a generalização dos resultados.

A par disso, é possível que as empresas auditadas por entidades *Big Four* apresentem características distintas das restantes empresas da amostra, nomeadamente maior dimensão, maior complexidade operacional, maior recurso ao financiamento externo ou perfis de risco diferenciados. Neste contexto, o coeficiente positivo observado poderá refletir efeitos de seleção ou características não observadas das empresas auditadas por entidades *Big Four*, mais do que um efeito direto da reputação do auditor sobre o custo da dívida.

Estes resultados alinham-se, assim, com a evidência apresentada por Nekhili et al. (2013) e por Pais (2019), que não encontram benefícios claros da dimensão do auditor no custo da dívida em determinados contextos pautados por forte dependência do financiamento bancário. Conforme referido na revisão da literatura, o contexto português distingue-se pela reduzida dimensão do mercado de capitais e pela predominância das relações bancárias, fatores que poderão reduzir a relevância da reputação do auditor na determinação das condições de financiamento.

8.3 Discussão da hipótese 2: Tipo de opinião emitida pelo auditor

A hipótese 2 previa que a emissão de um parecer de auditoria modificado estaria associada a um maior custo da dívida. Esta expectativa encontra suporte em estudos que sugerem que os credores utilizam o conteúdo da CLC como mecanismo de avaliação do risco, penalizando empresas que recebem opiniões modificadas (Lennox, 1999; Chen et al., 2016; Chen et al., 2022).

Não obstante, os resultados obtidos não permitem confirmar esta hipótese, uma vez que a variável associada ao tipo de opinião de auditoria não apresenta significância estatística. Convém sublinhar, contudo, que a ausência de significância estatística não implica que a opinião de auditoria seja irrelevante enquanto mecanismo de sinalização. Significa apenas

que, na presente amostra e sob a especificação do modelo adotada, não foi possível identificar evidência estatística suficiente para sustentar essa associação.

Uma possível explicação para este resultado reside no facto de a opinião de auditoria poder captar simultaneamente informação relacionada com a qualidade da auditoria e informação relativa ao risco económico-financeiro da própria empresa. Ademais, num enquadramento fortemente dependente do financiamento bancário, as instituições financeiras poderão basear as suas decisões de crédito num conjunto mais amplo de indicadores financeiros, complementando a informação constante da CLC com informação privada obtida através da relação continuada com os clientes empresariais.

Desta forma, a evidência empírica encontrada sugere que, no contexto das PME portuguesas não financeiras analisadas, não foi possível identificar uma associação estatisticamente significativa entre o tipo de opinião emitida pelo auditor e o custo da dívida.

8.4 Discussão da hipótese 3: Estabilidade do auditor (*Tenure*)

A hipótese 3 estabelecia que a estabilidade do auditor estivesse negativamente associada ao custo da dívida, refletindo os benefícios decorrentes do conhecimento acumulado sobre a empresa auditada. Esta previsão encontrava respaldo na literatura recente, que sugere que relações mais duradouras entre auditor e cliente podem contribuir para melhorar a qualidade da auditoria e reduzir a perceção de risco por parte dos credores (Johnson et al., 2002; García-Blandón et al., 2023).

As evidências obtidas permitem considerar esta hipótese parcialmente confirmada, dado que a variável *Tenure* exibe uma associação negativa e estatisticamente significativa com o custo da dívida, sugerindo que relações de auditoria mais estáveis tendem a beneficiar de condições de financiamento mais favoráveis.

Este resultado é consistente com o argumento do conhecimento acumulado do auditor. À medida que a longevidade do mandato aumenta, o auditor desenvolve um conhecimento mais aprofundado da estrutura organizacional, dos sistemas de controlo interno, dos processos operacionais e dos riscos específicos da empresa. Este conhecimento poderá traduzir-se numa maior qualidade do trabalho de auditoria e numa maior credibilidade da informação financeira divulgada, contribuindo para reduzir a incerteza enfrentada pelos credores.

Todavia, a interpretação deste resultado deve ser efetuada com algum comedimento. Conforme referido na literatura, a estabilidade do auditor envolve um potencial *trade-off* entre o conhecimento acumulado e a independência, advertindo que períodos excessivamente prolongados poderão suscitar preocupações relativamente à independência do auditor. Atendendo a que o presente estudo não testa explicitamente relações não lineares nem os efeitos associados à perda de independência, os resultados devem ser interpretados apenas como evidência favorável à existência de benefícios associados à estabilidade da relação auditor-cliente.

8.5 Implicações para credores, empresas e auditoria

Os resultados obtidos apresentam diversas implicações práticas para os principais intervenientes no mercado de crédito. Numa primeira vertente, a evidência encontrada sugere que a estabilidade da relação auditor-cliente poderá constituir um elemento valorizado pelos credores, refletindo-se em condições de financiamento mais favoráveis para as empresas.

Por seu turno, os resultados obtidos relativamente à variável *Big Four* sugerem que a simples reputação do auditor poderá não ser suficiente para assegurar melhores condições de financiamento no contexto das PME portuguesas. Tal evidência reforça a importância de considerar outros fatores relacionados com a situação económico-financeira das empresas e com as características específicas das relações de crédito.

Em última análise, a ausência de significância estatística da variável associada à opinião de auditoria sugere que os credores poderão recorrer a mecanismos complementares de avaliação do risco, não dependendo exclusivamente da informação transmitida através da CLC para definir as condições de financiamento.

8.6 Limitações do estudo

Não obstante os contributos providos, o presente estudo encontra-se sujeito a algumas limitações que devem ser acauteladas na interpretação dos resultados.

A nível das restrições de dados, a informação disponível na base de dados utilizada não permite observar diversos determinantes potencialmente relevantes do custo da dívida, designadamente garantias prestadas, maturidade dos financiamentos, classificações internas de risco atribuídas pelas instituições financeiras ou condições contratuais específicas dos empréstimos.

No domínio das variáveis utilizadas, a adoção de *proxies* específicas para medir a qualidade da auditoria poderá não captar integralmente todas as dimensões associadas a este conceito. Designadamente, determinados fatores como os honorários de auditoria, a especialização setorial do auditor ou indicadores diretos de qualidade da auditoria permaneceram fora do escopo desta análise devido à indisponibilidade de dados.

Nesta mesma linha, cabe destacar que o estudo procurou inicialmente considerar a mudança de auditor como uma *proxy* adicional da qualidade da auditoria, à semelhança de alguma literatura internacional. Contudo, as limitações associadas à disponibilidade e consistência da informação não permitiram a construção de uma medida suficientemente fiável para ser incluída na análise empírica.

Importa ainda atentar que a presente investigação se circunscreve ao contexto específico das PME portuguesas não financeiras, caracterizado por forte dependência do financiamento bancário e enquadramento institucional de tradição *code-law*. Consequentemente, a generalização das conclusões para outros contextos económicos ou institucionais deve ser efetuada com prudência.

9 Conclusão

A investigação desenvolvida teve como principal objetivo analisar o impacto da qualidade da auditoria no custo da dívida das PME portuguesas não financeiras, procurando compreender se determinadas características associadas ao processo de auditoria estão associadas às condições de financiamento obtidas pelas empresas.

Os resultados permitem concluir que a qualidade da auditoria, medida através das *proxies* analisadas, apresenta uma relação heterogénea com o custo da dívida, destacando-se a estabilidade do auditor como a dimensão que evidencia uma associação mais consistente com menores custos de financiamento.

De uma forma abrangente, os resultados sugerem que o nexos entre a qualidade da auditoria e o custo da dívida varia consoante as métricas analisadas, inviabilizando a identificação de um padrão uniforme para todas as dimensões estudadas. Enquanto alguns indicadores de qualidade da auditoria evidenciam associação estatisticamente significativa com o custo da dívida, outros carecem de capacidade explicativa suficiente no contexto da amostra considerada.

Mais concretamente, a pertença a uma entidade *Big Four* apresentou uma associação positiva estatisticamente significativa com o custo da dívida, contrariando a expectativa teórica inicialmente formulada. Este resultado deve ser interpretado com prudência, podendo refletir diferenças de perfil, complexidade ou risco das empresas auditadas por estas entidades, e não necessariamente um efeito direto da reputação do auditor. Por sua vez, não foi encontrada evidência estatisticamente significativa de que a emissão de uma opinião modificada esteja associada a maior custo da dívida. Em contrapartida, a estabilidade da relação auditor-cliente revelou uma associação negativa e estatisticamente significativa com o custo da dívida, sugerindo que mandatos de auditoria mais duradouros tendem a propiciar condições de financiamento mais favoráveis.

Ademais, verificou-se que determinadas características económico-financeiras das empresas, nomeadamente a dimensão, a rendibilidade e a cobertura de juros, assumem igual relevância na explicação do custo da dívida. Conjuntamente, estes resultados sugerem que o custo do financiamento empresarial é influenciado por um espetro alargado de fatores que engloba, de forma concomitante, características associadas à auditoria e à situação económico-financeira das empresas, cuja importância relativa poderá oscilar em função do contexto institucional e financeiro em que estas se inserem.

O presente estudo contribui para a literatura sobre auditoria e financiamento empresarial ao prover evidência empírica sobre a relação entre qualidade da auditoria e custo da dívida no contexto das PME portuguesas não financeiras, um segmento que permanece relativamente menos explorado quando comparado com mercados de capitais mais desenvolvidos.

Os resultados obtidos reforçam a necessidade de analisar a qualidade da auditoria considerando simultaneamente as especificidades institucionais e as características do sistema financeiro, uma vez que ambos são relevantes para compreender as diferenças observadas no custo da dívida. Neste sentido, a evidência encontrada sugere que conclusões frequentemente observadas em mercados caracterizados por elevados níveis de *enforcement* legal e maior desenvolvimento dos mercados de capitais não podem ser automaticamente extrapoladas para economias fortemente dependentes do financiamento bancário, como é o caso português.

Paralelamente, o estudo sugere que a estabilidade da relação entre auditor e cliente poderá constituir uma dimensão relevante da qualidade da auditoria na explicação do custo da dívida. Este resultado contribui para a literatura ao sugerir que o conhecimento acumulado pelo auditor pode assumir particular importância na perceção de risco dos credores.

Sob esta perspetiva, o estudo contribui ao analisar simultaneamente diferentes *proxies* de qualidade da auditoria, nomeadamente a reputação do auditor, opinião emitida e estabilidade da relação auditor-cliente, colmatando uma lacuna num contexto em que a evidência empírica permanece limitada.

Apesar dos contributos apresentados, a presente investigação encerra determinantes restrições que devem ser tidas em consideração na interpretação dos resultados obtidos. Do mesmo modo, estas especificidades metodológicas abrem perspectivas promissoras para o desenvolvimento de futuros estudos nesta área de especialidade.

Em primeiro lugar, a análise incidiu exclusivamente sobre PME portuguesas não financeiras, facto que impõe prudência na extrapolação dos resultados para outros segmentos empresariais ou contextos institucionais distintos.

Em segundo lugar, a qualidade da auditoria foi mensurada por intermédio de um conjunto restrito de *proxies* amplamente utilizadas na literatura, as quais poderão não captar integralmente todas as dimensões associadas a este construto. Adicionalmente, não foi possível incluir determinadas variáveis potencialmente relevantes, nomeadamente a rotação

do auditor, cuja operacionalização revelou limitações ao nível da disponibilidade e consistência da informação.

Adicionalmente, a inclusão da variável *Year* como tendência temporal linear constitui uma simplificação metodológica, uma vez que não permite captar choques específicos de cada ano ou alterações não lineares nas condições globais de financiamento de crédito.

Por último, a informação disponível não permitiu incorporar particularidades contratuais dos financiamentos obtidos pelas empresas. Ficaram, deste modo, fora do escopo da análise elementos determinantes na contratualização do crédito, tais como as garantias prestadas, *spreads* contratuais ou classificações internas de risco atribuídas pelas instituições financeiras.

Face ao exposto, futuras investigações poderão recorrer a bases de dados que disponibilizem informação mais detalhada sobre as características dos financiamentos obtidos pelas empresas, o que propiciará uma compreensão mais holística dos determinantes do custo da dívida.

Complementarmente, seria relevante explorar *proxies* adicionais de qualidade da auditoria, nomeadamente a mudança de auditor, os honorários de auditoria, a especialização setorial do auditor ou outros indicadores mais diretos da qualidade do trabalho de auditoria. Designadamente, a análise da mudança de auditor poderá permitir aprofundar a compreensão dos efeitos da continuidade e da rotatividade da auditoria na perceção de risco dos credores.

Adicionalmente, estudos futuros poderão adotar metodologias econométricas alternativas ou desenvolver estudos comparativos entre diferentes países, viabilizando um escrutínio mais rigoroso do papel exercido pelas características institucionais na relação entre a qualidade da auditoria e o custo da dívida.

Investigações futuras poderão também complementar a análise quantitativa com abordagens qualitativas, através da realização de entrevistas ou inquéritos a instituições financeiras e outros credores, procurando compreender de que forma a qualidade da auditoria é efetivamente considerada nos processos de avaliação do risco de crédito e na determinação das condições de financiamento.

Finalmente, seria igualmente pertinente estender o âmbito da análise a empresas de maior dimensão ou a empresas cotadas em mercados regulamentados, possibilitando a comparação dos resultados obtidos para as PME portuguesas com outros segmentos empresariais e

contribuindo para adensar o conhecimento sobre o papel da auditoria nos mercados de financiamento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alzoubi, E. S. S. (2018). Audit quality, debt financing, and earnings management: Evidence from Jordan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 30, 69–84. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2017.12.001>
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36–55. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.10.003>
- Armstrong, C. S., Core, J. E., & Guay, W. R. (2014). Do independent directors cause improvements in firm transparency? *Journal of Financial Economics*, 113(3), 383–403. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.05.009>
- Azizan, S., & Shailer, G. (2023). Does corporate citizenship influence auditors' perceptions of the credibility of management in relation to financial reports?. *European Accounting Review*, 32(1), 217–238. <https://doi.org/10.1080/09638180.2021.1950022>
- Balsam, S., Krishnan, J., & Yang, J. S. (2003). Auditor industry specialization and earnings quality. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 22(2), 71–97. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.436260>
- Beatty, R. (1989). Auditor reputation and the pricing of initial public offerings. *The Accounting Review*, 64(4), 693–709.
- Becker, C. L., DeFond, M. L., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. R. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1–24. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1998.tb00547>.
- Blackwell, D. W., Noland, T. R., & Winters, D. B. (1998). The value of auditor assurance: Evidence from loan pricing. *Journal of Accounting Research*, 36(1), 57–70. <https://doi.org/10.2307/2491320>
- Bleibtreu, C., Langli, J. C., & Svanström, T. (2026). Audits of private companies. In *Routledge Handbook of Auditing* (pp. 209–226). Routledge.

- Carmo, C. (2016). Earnings quality and cost of debt: Evidence from Portuguese private companies. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 14(2), 178–197. <https://doi.org/10.1108/JFRA-08-2014-0065>
- Carson, E., Simnett, R., Soo, B. S., & Wright, A. M. (2012). Changes in audit market competition and the Big N premium. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 31(3), 47-73. <https://doi.org/10.2308/ajpt-10295>
- Chen, P. F., He, S., Ma, Z., & Stice, D. (2016). The information role of audit opinions in debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 121–144. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.04.002>
- Chen, S., Wang, D., & Wan, Z. (2022). Credit risk assessment of small and medium-sized enterprises under the financial model of online supply chain. *Discrete dynamics in nature and society*, 2022(1), 7733395. <https://doi.org/10.1155/2022/7733395>
- Chi, W., Lisic, L. L., & Pevzner, M. (2011). Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management? *Accounting Horizons*, 25(2), 315–335. <https://doi.org/10.2308/acch-50082>
- DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), 183–199. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(81\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(81)90002-1)
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings. *The Accounting Review*, 77(s-1), 35–59. <http://dx.doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>
- Ege, M. S., Kim, Y. H., & Wang, D. (2020). Do global audit firm networks apply consistent audit methodologies across jurisdictions? Evidence from financial reporting comparability. *The Accounting Review*, 95(6), 151-179. <https://doi.org/10.2308/tar-2018-0294>
- Francis, J. R. (2011). A framework for understanding and researching audit quality. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 30(2), 125–152. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50006>

- Francis, J. R., & Wang, D. (2008). The joint effect of investor protection and Big 4 audits on earnings quality. *The Accounting Review*, 83(6), 1391–1417. <https://doi.org/10.1506/car.25.1.6>
- García-Blandón, J., Argilés-Bosch, J. M., & Ravenda, D. (2023). Auditor tenure and cost of debt: Evidence from Europe. *European Accounting Review*, 32(1), 1–28. <https://doi.org/10.1111/jifm.12098>
- Eliwa, Y., Gregoriou, A., & Paterson, A. (2019). Accruals quality and the cost of debt: the European evidence. *International Journal of Accounting & Information Management*, 27(2), 333–351. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-01-2018-0008>
- Hazaea, S. A., Cai, C., Khatib, S. F., & Hael, M. (2025). The moderating role of audit quality in the relationship between ESG practices and the cost of capital: Evidence from the United Kingdom. *Borsa Istanbul Review*. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2025.06.007>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johnson, V. E., Khurana, I. K., & Reynolds, J. K. (2002). Audit-firm tenure and the quality of financial reports. *Contemporary Accounting Research*, 19(4), 637–660. <https://doi.org/10.1506/LLTH-JXQV-8CEW-8MXD>
- Karjalainen, J. (2011). Audit quality and cost of debt capital for private firms: Evidence from Finland. *International Journal of Auditing*, 15(1), 88–108. <https://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2010.00424.x>
- Khurana, I. K., & Raman, K. K. (2004). Litigation risk and the financial reporting credibility of Big 4 versus non-Big 4 audits. *The Accounting Review*, 79(2), 473–495. <http://www.jstor.org/stable/3203253>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155. <https://doi.org/10.1086/250042>

- Lei n.º 148/2015, de 9 de setembro. (2015). Aprova o *Regime Jurídico da Supervisão de Auditoria*. Diário da República, 1.ª série (176), 7219–7245.
- Lennox, C. (1999). Audit quality and auditor size: An evaluation of reputation and deep pockets hypotheses. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(7–8), 779–805. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00275>
- Luo, C., Wei, D., & He, F. (2023). Corporate ESG performance and trade credit financing: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 85, 337–351. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.01.021>
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Nazerian, M. R., & Mobasser, K. S. (2024). Auditor's opinion of going concern: Further evidence of audit quality, opinion shopping and financial reporting timeliness in emerging market. *Accounting, Auditing & Applications*, 1(1), 46–53. <https://doi.org/10.22105/aaa.v1i1.34>
- Nekhili, M., Jarboui, A., & Chebbi, K. (2013). Audit committee, auditor choice, and cost of debt. *Journal of Applied Business Research*, 29(3), 721–738. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1855510>
- Nerantzidis, M., Koutoupis, A., Drogalas, G., Vadasi, C., & Mitskinis, D. (2023). Impact of the audit committee on audit fees: A review and future research agenda. *Journal of Accounting in Emerging Economies*. Advance online publication. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2238976>
- Orazalin, N., & Akhmetzhanov, R. (2019). Earnings management, audit quality, and cost of debt: evidence from a Central Asian economy. *Managerial Auditing Journal*, 34(6), 696–721. <https://doi.org/10.1108/MAJ-12-2017-1730>

- Ordem dos Revisores Oficiais de Contas. (2020). *Manual dos Pronunciamentos Internacionais de Controlo de Qualidade, Auditoria, Revisão, Outros Trabalhos de Garantia de Fiabilidade e Serviços Relacionados: ISA 200 – Objetivos Gerais do Auditor Independente e a Condução de uma Auditoria*. IAASB; OROC.
- Pais, C. A. F. (2019). The impact of the dimension of the audit firm on the cost of debt of the small Portuguese companies with voluntary audit. In Proceedings of the 14th Iberian Conference on Information Systems and Technologies (CISTI) (pp. 1–5). IEEE. <https://dx.doi.org/10.23919/CISTI.2019.8760805>
- Palmrose, Z. V., Richardson, V. J., & Scholz, S. (2004). Determinants of market reactions to restatement announcements. *Journal of accounting and economics*, 37(1), 59-89. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.06.003>
- Pham, H. H., Nguyen, T. H. L., Doan, V. A., & Tran, M. T. (2025). Audit quality of financial statements of commercial banks: Whether or not there is a difference in audit quality provided by Big 4 and non-Big 4 audit firms. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 15(1), 159–181. <https://doi.org/10.9756/IAJBM/V10I1/IAJBM1006>
- Pittman, J. A., & Fortin, S. (2004). Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. *Journal of Accounting and Economics*, 37(1), 113–136. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.06.005>
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393–410. <http://www.jstor.org/stable/1802787>.
- Wang, L., You, K., & Chen, H. (2025). Financial investment by non-financial firms: Does it affect audit quality? *Journal of Management and Governance*, 29, 699–733. <https://doi.org/10.1007/s10997-024-09714-y>
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). Positive accounting theory. *Prentice-Hall*.