

# Financiamento das unidades hoteleiras – determinantes do custo associado

AIDA MARIA DE BRITO MARTINS \* [aida.brito@ipg.pt]

**Resumo** | Durante o decurso da sua atividade normal, ou para realização de investimentos, os hotéis precisam de recursos financeiros. De acordo com a sua origem, estes recursos podem ser agrupados em duas categorias: interno ou autofinanciamento, e externo. Relativamente ao financiamento externo, um dos fatores preponderantes na escolha das fontes é o custo associado, dado que este atinge, nalguns casos, um valor elevado, reduzindo ou mesmo anulando a rentabilidade dos hotéis. A estipulação do custo do financiamento a este sector do turismo, por parte dos bancos, tem subjacente diversos fatores.

Este artigo tem como principal objetivo analisar as determinantes do custo do financiamento externo, isto é, as variáveis consideradas pelos bancos na estipulação do *spread*. Para além disso constitui, igualmente, objetivo deste artigo identificar os indicadores de performance, financeiros e não financeiros, utilizados pelas unidades hoteleiras, os quais deverão contribuir para a melhoria da performance empresarial, implicando, conseqüentemente, a diminuição do custo do financiamento daquelas.

**Palavras-chave** | hotelaria, financiamento, custo, performance, medidas.

**Abstract** | During the course of its normal activities or investments, hotels need financial resources. According to their origin, these resources can be grouped into two categories: internal and external. With regard to external financing, one of the leading factors in the choice of sources is the associated cost, which reaches, in some cases, a high value, reducing or even canceling the profitability of hotels. The stipulation of the cost of financing to this sector of tourism, by banks, has several underlying factors.

This article has as main objective to study the determinants of the cost of external financing, the variables considered by banks in the provision of the spread. Further aim of this paper is also to identify performance indicators, financial and non-financial, used by hotels, which should contribute to improved business performance and must therefore reduce the cost of financing.

**Keywords** | hotels, financing, cost, performance, measures.

---

\* **Mestre em Gestão** pela Universidade da Beira Interior, **Professora Adjunta** na Escola Superior de Turismo e Hotelaria, do Instituto Politécnico da Guarda, **Membro** da UDI (Unidade para o Desenvolvimento do Interior).

## 1. Introdução

As unidades hoteleiras, no decurso da sua atividade normal, de modo a fazer face aos défices de tesouraria, ou para a realização de investimentos, dada a necessidade quase constante de modernização, de modo a manterem uma posição competitiva, precisam de recursos financeiros. De acordo com a sua origem, estes recursos podem ser agrupados em duas categorias: internos ou autofinanciamento – diz respeito aos recursos financeiros que os próprios hotéis geram; e financiamento externo – recursos financeiros que aqueles obtêm do exterior. Este último pode assumir diversas formas, tais como a emissão de obrigações ou o recurso ao mercado de crédito, dependendo a opção de cada hotel de vários fatores, pelo que cada um deverá ponderar quais as fontes de financiamento mais adequadas à sua situação particular. O financiamento externo é, hoje em dia, o tipo preponderante de novos fundos empresariais (Bharath *et al.*, 2008), estando as empresas mais dependentes deste tipo de financiamento nos anos iniciais da sua atividade (Rajan e Zingales, 1998). Consequentemente um dos fatores mais importante na escolha das fontes de financiamento é o custo associado às mesmas, dado que este atinge, nalguns casos, um valor elevado, reduzindo ou anulando a rentabilidade das unidades hoteleiras.

A estipulação do custo do financiamento aos hotéis, por parte dos bancos, tem associado diversos fatores. Este artigo tem como objetivo principal analisar as determinantes do custo do financiamento externo, isto é, as variáveis tidas em linha de conta pelos bancos na estipulação do *spread* que aplicam em cada empréstimo concedido. Complementarmente pretende-se averiguar de que forma a melhoria da performance das unidades hoteleiras, medida através de diversos indicadores, financeiros e não financeiros, implica a diminuição do custo do financiamento das mesmas.

A elevada dependência do financiamento externo por parte dos hotéis, tanto a curto prazo, para o financiamento dos seus défices de tesouraria, como a

médio e longo prazo, para realização de investimentos, tem-se vindo a acentuar, dada a atual conjuntura económico-financeira. Neste sentido, se as unidades hoteleiras dominarem as variáveis que influenciam a determinação do custo do financiamento, por parte dos bancos, bem como a influência daquelas, poderão estar mais sensibilizadas e tentar alterar ou melhorar o desempenho dessas mesmas variáveis. Assim, as unidades hoteleiras poderão alcançar uma redução dos custos do financiamento, melhorando a sua rentabilidade, bem como a posição competitiva. Neste sentido, o estudo levado a cabo pretende ser um contributo para diretores hoteleiros e empresários, através do conhecimento destes acerca das variáveis, consideradas pelos bancos, que determinam o custo do financiamento. Consequentemente, os diretores hoteleiros e empresários poderão tomar decisões mais acertadas, de modo a melhorar o desempenho das unidades hoteleiras. Para além disso, o presente estudo visa, também, acrescentar conhecimento aos estudos existentes nesta área.

A revisão bibliográfica levada a cabo, permite identificar algumas variáveis consideradas pelos bancos e determinantes do custo do financiamento, tais como: a nacionalidade das unidades hoteleiras; o setor de atividade; características particulares; especificidades da operação a financiar; variáveis temporais (Barbosa e Ribeiro, 2007), entre outras. A determinação do custo do financiamento (taxa de juro base, acrescida do *spread* ou diferencial aplicado a essa taxa de juro, mais as comissões e outros encargos) por parte das entidades credoras (bancos) baseia-se no conhecimento, por parte destas, das referidas variáveis, às quais é atribuída uma ponderação, de acordo com a situação do hotel face a cada uma delas.

Uma das principais variáveis que influencia o custo do financiamento é o *rating* das unidades hoteleiras, isto é, o seu risco potencial. Alguns autores argumentam que os *ratings* não acrescentam informação adicional à prestada pelas empresas (Weinstein, 1977; Pinches e Singleton, 1978), enquanto outros afirmam que o mercado de capitais

deve reagir aos *ratings* (Hand *et al.*, 1992; Nayar e Rozeff, 1994; e Elayan *et al.*, 1996).

Para a definição do *rating* das unidades hoteleiras, a informação prestada por estas tem assumido um papel cada vez mais importante. Porém, as restrições de informação, bem como a existência de informação assimétrica no mercado financeiro poderão limitar o valor do financiamento (Stiglitz e Weiss, 1981), deparando-se os hotéis com fraca qualidade da informação com um maior custo de financiamento, maturidades mais baixas e maiores exigências de garantias adicionais (Bharath *et al.*, 2008).

A informação prestada pelas unidades hoteleiras deverá traduzir a sua performance ou desempenho, a qual espelha a sua atividade. Para medir a performance, podem ser utilizados diferentes tipos de medidas, designadamente financeiras e não financeiras. As medidas financeiras baseiam-se em dados contabilísticos, e em indicadores económicos e financeiros, que refletem o desempenho económico-financeiro das empresas (Venkatraman e Ramanujan, 1986), pelo que são mais objetivas. As medidas não financeiras baseiam-se em indicadores tais como o número de empregados ou grau de satisfação do cliente, os quais podem ter inerente algum grau de subjetividade. As medidas de performance financeira, não financeira quantitativa e subjetivas desempenham diferentes funções no suporte das operações empresariais e têm impactos distintos em ações importantes (Chow e Van Der Stede, 2006). A escolha das medidas de performance das unidades hoteleiras tem de ter em conta os objetivos da avaliação das mesmas, bem como os agentes a quem se destina a informação.

Os bancos, de modo a determinarem o *spread* aplicado à taxa de juro de referência dos empréstimos, poderão também ter em consideração outros aspetos importantes, tais como o objetivo do empréstimo, o qual tem associados: a dimensão da operação financiada; o montante; a maturidade; e o tipo de contrato.

Associado às variáveis acima referidas, outro fator significativo na determinação do custo do capital

alheio é a apresentação de garantias pessoais e/ou reais, por parte das unidades hoteleiras. A prestação de garantias contribui para a diminuição do custo do financiamento externo (Besanko e Thakor, 1987) existindo, também, uma relação negativa entre risco e garantias reais (Boot *et al.*, 1991).

As características da unidade hoteleira em questão têm, também, um peso considerável na determinação do custo do capital alheio, por parte dos bancos, pelo que aquele poderá estar associado: à dimensão da própria empresa (ECB, 2007); tempo de permanência no mercado; e risco de negócio, estando este relacionado com o setor de atividade (Scott Jr. e Martin, 1975; Ferri e Jones, 1979). Por outro lado, os membros da direção (Smith e Warner, 1979; Adams e Mehran, 2002), a existência de um contabilista bem conceituado (Datta *et al.*, 1999; Pittman e Fortin, 2004), bem como o serviço de consultoria fiscal por si prestado (Fortin e Pittman, 2008) são, igualmente, variáveis consideradas aquando da definição do *spread* por parte dos bancos.

Por outro lado, as características dos credores (bancos) são, também, aspetos importantes a considerar na estipulação do custo do financiamento das unidades hoteleiras, designadamente, as suas fontes de informação, bem como o processamento e capacidades de renegociação (Bharath *et al.*, 2008).

Este trabalho, para além de analisar as variáveis determinantes do custo do financiamento das unidades hoteleiras, relaciona-o com a performance das mesmas.

Após a introdução será feita a revisão da literatura existente sobre as questões em análise, apresentando-se, seguidamente, as conclusões.

## 2. Custo do financiamento e suas determinantes

As empresas, nomeadamente as unidades hoteleiras, de forma a escolherem as fontes de financiamento que melhor se adequem ao seu caso

específico e a cada situação em particular, tal como necessidades de investimento ou de financiamento do ciclo de exploração, devem ter em atenção o respetivo custo associado. Este engloba, para além do *spread*, isto é, acréscimo à taxa de juro de referência utilizada pelos bancos, comissões e impostos (imposto de selo, por exemplo). A determinação do *spread* e definição das comissões a aplicar por parte das entidades credoras (bancos) baseiam-se em variáveis empresariais, consideradas pelas referidas entidades, e às quais estas atribuem uma ponderação, de acordo com a situação da unidade hoteleira em questão relativamente a cada uma dessas variáveis, tais como: a nacionalidade da empresa em análise, especificidades de cada operação e variáveis temporais (Barbosa e Ribeiro, 2007).

Uma das principais variáveis que influencia o custo do financiamento é o *rating* atribuído às unidades hoteleiras, isto é, a classificação que lhe é conferida, a qual reflete a probabilidade de pagamento atempado e integral das dívidas daquelas, de acordo com categorias de qualidade padronizada (Dittrich, 2007). O *rating* traduz o risco potencial das empresas, isto é, o risco relativo das dívidas, e reflete os desenvolvimentos no longo prazo, não respondendo às flutuações de mercado no curto prazo; a informação adicional é refletida em subida ou descida de posições.

O objetivo do *rating* dos empréstimos bancários é estabelecer a diferenciação entre empréstimos que são efetivamente seguros daqueles que não o são (Meyer *et al.*, 2006). A importância atribuída aos *ratings* não é uniforme. Enquanto alguns autores argumentam que os mesmos não acrescentam nenhuma informação adicional (Weinstein, 1977; Pinches e Singleton, 1978), outros afirmam que o mercado de capitais deve reagir ao anúncio daqueles, especialmente a notícias de posição deteriorada das empresas (Hand *et al.*, 1992; Nayar e Rozeff, 1994; e Elayan *et al.*, 1996), afirmando, ainda, alguns autores, que empresas com elevados *ratings* obtêm um custo da dívida mais baixo (Monks e Minow, 1995; Sengupta, 1998).

Para a definição do *rating* das unidades hoteleiras, a informação por si prestada tem assumido um papel cada vez mais pertinente, em termos da sua importância nas decisões de financiamento por parte das entidades credoras (bancos), bem como na determinação do custo associado. É de salientar que as agências de *rating* têm acesso a informação privada das empresas, tais como as atas das reuniões, resultado por produto/serviço, orçamentos, previsões e distribuição de capital (Edering e Yawitz, 1987).

A qualidade da informação contabilística é essencial na determinação do risco de crédito das empresas e influencia o custo da dívida (Coles *et al.*, 1995). Consequentemente é de esperar que as empresas que apresentem informação financeira atempada e detalhada, bem como melhores indicadores de rentabilidade, obtenham custo de endividamento mais baixo (Sengupta, 1998). O acesso à informação adicional pode reduzir os custos de seleção adversa com que se deparam os devedores com fraca qualidade da informação contabilística, facto que constitui uma vantagem para si.

A informação financeira prediz retornos futuros do investimento (Scott, 1997). Porém, as restrições de informação no mercado financeiro, bem como a existência de informação assimétrica entre os dois lados do referido mercado (banco e empresas) poderão, ocasionalmente, induzir restrições quantitativas no financiamento (Stiglitz e Weiss, 1981). As empresas com fraca qualidade da informação contabilística também se deparam com maior custo de financiamento, maturidades mais baixas e exigências de maiores garantias adicionais (Bharath *et al.*, 2008). Os diretores, normalmente, não divulgam toda a informação nas declarações financeiras, pelo que a compensação inclui não só o prémio de risco "estrutural", mas também o prémio de risco da "informação imperfeita" (Duffi e Lando, 2001), apresentando, as taxas de juro aplicadas aos empréstimos, a compensação dos credores pelo risco de informação (Bharath *et al.*, 2008). Assim, uma maior precisão nas declarações financeiras das empresas baixa os seus custos de financiamento (Sengupta, 1998).

Com o objetivo de diminuir o custo do financiamento, as unidades hoteleiras poderão prestar, atempada e continuamente, informação acerca das demonstrações financeiras, a qual poderá ser complementada com documentos comprovativos de determinadas situações (exemplo: certidões). Outra forma de reduzir a informação assimétrica e ganhar maior confiança dos bancos, é construir uma relação ao longo do tempo com estes fornecedores de financiamento (Peterson e Rajan, 1994). A gerência do banco tem acesso a informação privada, a qual é utilizada para definir as cláusulas dos contratos dos empréstimos. As empresas preferem dar a conhecer a sua informação com um pequeno grupo de credores (bancos) do que com obrigacionistas dispersos (Bhattacharya e Chisea, 1995).

A partir do Acordo de Capital, conhecido por "Basileia II", referido pela Diretiva 2006/48/CE, e adotado em Portugal através da publicação dos Decretos-Lei n.º 103/2007 e n.º 104/2007, ambos de 3 de Abril, bem como da emissão de um conjunto de Avisos e de Instruções do Banco de Portugal, a informação empresarial fornecida aos bancos passou a ter um papel mais preponderante no financiamento às empresas, devendo o seu custo ser função da qualidade daquela informação. A informação que as empresas prestam aos bancos baseia-se na performance financeira das mesmas. Porém, a performance empresarial pode ser medida através de indicadores financeiros e não financeiros.

As empresas mais recentes e as menos conhecidas poderão reduzir os custos de financiamento através da contratação de um contabilista bem conceituado, o qual aumentará a credibilidade das declarações financeiras (Datta *et al.*, 1999; Pittman e Fortin, 2004). Outra variável a ter em consideração na estipulação, pelos bancos, do custo dos empréstimos, é o serviço de consultoria fiscal prestado pelo contabilista, o qual se agrava quando se tratam de empresas que prestam pior informação assimétrica (Fortin e Pittman, 2008). Porém, os organismos reguladores suspeitam que os serviços de consultoria fiscal do contabilista cor-

rompem a sua independência, facto que conduzirá a um aumento dos *spreads* aplicados às taxas de juro (Fortin e Pittman, 2008).

O objetivo do empréstimo, o qual tem associado o montante, maturidade e tipo de contrato são, também, consideradas variáveis importantes na determinação do custo dos empréstimos. O tipo de contrato de crédito constitui, igualmente, uma variável significativa na determinação do custo do financiamento por parte dos bancos. Por outro lado, a dimensão da operação a ser financiada pode-se assemelhar à dimensão da empresa em questão, permitindo controlar diferenças sistemáticas no custo de financiamento específico (Barbosa e Ribeiro, 2007).

Relativamente à maturidade, alguns autores afirmam existir uma relação positiva entre maturidade e *spread* (Jackson e Perraudin, 1999), verificando-se, porém, um prémio positivo nos créditos com maturidade definida (Berger e Udell, 1992; Kashyap *et al.*, 2002), quando comparados com as linhas de crédito.

Outro fator significativo na determinação do custo do capital alheio é a apresentação de garantias pessoais e/ou reais por parte das unidades hoteleiras aos fornecedores de capital. A prestação de garantias adicionais por parte das empresas aos bancos liberta-os do acompanhamento posterior da situação financeira das mesmas (Manove *et al.*, 2001), para além de contribuir para a diminuição do custo do financiamento externo, dado que as empresas de menor risco estão dispostas a aceitar a prestação de garantias reais em troca de uma taxa de juro mais reduzida (Besanko e Thakor, 1987). Contudo, alguns estudos revelaram a existência de uma relação positiva entre garantias reais e preço (Angebazo *et al.*, 1998; Carey e Nini, 2004). As conclusões de outros estudos defendem uma relação entre risco e garantias reais (Boot *et al.*, 1991), defendendo alguns autores que esta é positiva (Jiménez e Saurina, 2004; Barbosa e Ribeiro, 2007).

O custo da dívida suportado pelas unidades hoteleiras poderá, também, estar associado à sua

dimensão, bem como ao tempo de permanência no mercado. O referido custo pode ser maior para as pequenas do que para as grandes empresas (ECB, 2007). Tal facto deve-se aos custos fixos, suportados pela banca na concessão dos empréstimos, os quais tornarão os de menor montante mais caros, comparativamente aos de maior montante, obtidos, normalmente, por grandes empresas, as quais possuem, na maioria das vezes, um maior poder negocial com a banca. O risco de negócio tende a ser maior nas pequenas empresas (Scott Jr. e Martin, 1975; Ferri e Jones, 1979). Adicionalmente, as grandes empresas têm, na maioria dos casos, possibilidade de apresentar melhores garantias reais e pessoais. Contudo, à medida que as empresas se tornam mais conhecidas e melhoram a sua própria reputação, o preço do financiamento poderá baixar.

Na perspetiva do credor, um dos fatores mais importantes é a composição da Direção da Empresa, à qual é exigido que ofereça, às empresas credoras, declarações financeiras credíveis (DeFond e Jambalvo, 1994; Dichev e Skinner, 2002). O preço estipulado pelos credores para o débito da empresa deve ser sensível às características do quadro de diretores, constituindo um importante elemento de fiscalização no processo contabilístico-financeiro (Smith e Warner, 1979). Quadros com mais diretores aumentam o controlo efetivo e oferecem um maior controlo da gestão, elevando o processo contabilístico-financeiro (Adams e Mehran, 2002).

O alcance de determinados níveis de ganho, conjugado com a elaboração de previsões, está associado a um custo de financiamento mais baixo, isto é, *spread* da taxa de juro mais baixo (Jiang, 2008).

Existem outros aspetos importantes a considerar na estipulação do custo do financiamento das unidades hoteleiras, tais como: as características dos credores, as suas diferentes fontes de informação, processamento e capacidades de renegociação, as quais afetam a forma como reagem à fraca qualidade da informação contabilística (Bharath *et al.*, 2008).

### 3. Performance

#### 3.1. Definição

A análise da performance das empresas é importante para vários grupos interessados nas mesmas, tais como: sócios/acionistas, diretores, colaboradores, fornecedores, banca, Estado, entre outros.

Contudo, a definição de performance é uma questão complexa (Kirby, 2005), tendo-se tornado um conceito comum na investigação em gestão. Porém, a sua estrutura e definição são, raramente, justificadas de forma explícita.

A performance é um indicador de efetividade, e comporta vantagens e desvantagens (Richard *et al.*, 2008). A efetividade organizacional abarca a performance organizacional, bem como os resultados de performance internos, normalmente, associados a uma maior eficiência das operações e outras medidas que se referem a considerações mais amplas do que aquelas simplesmente associadas com avaliação económica (tanto pelos acionistas, gestores ou clientes), tais como reputação (Richard *et al.*, 2008).

Alguns autores adotam medidas de efetividade que descrevem como medição da performance. A performance organizacional não é uma construção teórica unidimensional nem é caracterizada com uma simples medida operacional. Contudo, a multidimensionalidade da performance é reconhecida em contabilidade (Callen, 1991) e finanças (Henri, 2004) e discutida, teoricamente, na literatura de gestão (Venkatraman e Ramanujan, 1986).

A dimensionalidade está relacionada com três questões importantes: interessados para quem a medida de performance é relevante?; panorama sobre o qual a performance está a ser determinada?; prazo relevante na medição da performance (Richard *et al.*, 2008).

A performance organizacional abarca três áreas específicas de resultados das empresas: (1) performance financeira (lucros, retorno dos ativos, retorno dos investimentos, etc.); (2) performance de mercado (vendas, quota de mercado, etc.); e (3)

retorno dos acionistas (total do retorno dos acionistas, valor económico acrescentado, etc.) (Richard *et al.*, 2008).

### 3.2. Medidas

A escolha das medidas de performance constitui um dos principais desafios para as organizações. Esta deverá ter em conta os objetivos da avaliação da organização, os agentes a quem se destina a informação tendo, as referidas medidas, impactos distintos em ações importantes, tais como: tomada de risco, esforços de inovação, ênfase relativa no curto *versus* longo prazo (Chow e Van Der Stede, 2006). Assim os sistemas de medição de performance desempenham um papel chave na avaliação da realização dos objetivos organizacionais.

As medidas de performance podem ser definidas entre medidas de recompensa e risco, podendo o valor das mesmas ser interpretado como recompensa por unidade de risco. Porém, existe um vasto conjunto de variáveis que pode ser considerado nesta avaliação, colocando-se, conseqüentemente, a questão sobre que medidas devem ser utilizadas (Caporin e Lisi, 2009).

Neste sentido, têm sido propostas diferentes medidas, as quais vão evoluindo ao longo do tempo, com os objetivos de: superar as limitações das anteriores, alcançar objetivos específicos, e tornar-se mais apropriadas para dar resposta a agentes adversos à perda (Gemmill *et al.*, 2006) ou agressividade (Farinelli e Tibiletti, 2003).

Existem autores que defendem que, para medir a performance das empresas, podem ser utilizadas medidas financeiras (baseadas em dados contabilísticos) e não financeiras (baseadas noutros indicadores) (Chow e Van Der Stede, 2006), acrescentando, outros autores, que poderão ser utilizadas medidas subjetivas (Rowe e Morrow, 1999).

Durante muito tempo, os gestores utilizaram, na medição da performance das suas empresas, apenas medidas baseadas na contabilidade tradicional,

tais como lucros e retornos (Balkcom *et al.*, 1997). Porém, aqueles sentiram que as referidas medidas já não respondiam aos objetivos da avaliação, pelo que implementaram novos sistemas de medição da performance, tais como reduções nas reclamações do cliente e variabilidade do processo, de modo a superar as limitações das medidas baseadas na contabilidade (Ittner e Larcker, 1998) e obter informação adicional (Feltham e Xie, 1994).

#### 3.2.1. De performance financeira

As medidas de performance financeira baseiam-se em dados contabilísticos processados pelas empresas (Burgstahler e Dichev, 1997; Degeorge *et al.*, 1999). Os financiadores, de modo a analisarem a performance das empresas, também se baseiam nos seus ganhos (Jiang, 2008), tal como o fazem os demais *stakeholders* empresariais, o quadro de diretores e os investidores (Burgstahler e Dichev, 1997; e Degeorge *et al.*, 1999).

Relativamente às Medidas de Performance Tradicionais, pode considerar-se, como ponto de partida, o rácio de Sharpe, o qual representa a compensação por unidade do risco global, e que pode ser calculado como o rácio entre os retornos esperados e os seus desvios padrão. Relacionado com o rácio de Sharpe, está o rácio de informação, o qual é calculado entre a média e o desvio padrão da medida de controlo de erro, e pode ser definido como o desvio entre os retornos do ativo financeiro de uma referência.

O retorno esperado sobre o rácio MAD (desvio absoluto médio) foi proposto como uma medida de performance (Konno e Yamazaki, 1991), assim como o retorno esperado sobre o rácio MiniMax (Young, 1998), e o retorno esperado sobre o rácio de classificação (*range ratio*) (Caporin e Lisi, 2009), que contribuem para este grupo.

Pode considerar-se como uma medida diferente, a performance ajustada ao risco (RAP) ou índice M2, a qual se baseia no retorno em excesso do *benchmark*, na presença de um investimento sem risco, e introduz a correção, tomando em conta os possíveis

diferentes níveis de risco do ativo e do *benchmark* (Modigliani e Modigliani, 1997).

Contudo, a medição do risco poderá seguir modelos alternativos (Biglova *et al.*, 2004; Ortobelli *et al.*, 2005; Rachev *et al.*, 2008), sendo, um deles, a utilização de uma quantidade baseada em *Drawdown Dt* ( $X_i,t$ ) ou simplesmente *Dt*, que representa, no período  $t$ , a perda máxima que um investidor poderá sofrer do período 0 ao período  $t$ . Os índices baseados em *Drawdown* atribuem um maior peso a retornos negativos ou perdas cumulativas. As medidas de risco são definidas através da ordenação de *drawdowns*, calculando-se valores tais como o máximo de *Drawdown*. Assim, têm sido propostos 3 índices baseados em *drawdowns*: rácio Calmar (Young, 1991), é o rácio entre os retornos esperados e o máximo de drawdown; rácio Sterling (Kestner, 1996), é o rácio entre os retornos esperados e o maior  $N$  *drawdowns*; e o rácio Burke (Burke, 1994), é o rácio entre os retornos esperados e o momento não central de segunda ordem do maior  $N$  *drawdowns*.

Porém, a definição do risco utilizando um momento parcial menor (LPM) pode ser preferida, uma vez que considera os desvios negativos do retorno alvo ou mínimo aceitável, enquanto os desvios positivos não entram na avaliação do risco mas somente na dos retornos (Sortino e Van der Meer, 1991). Como medidas de performance que utilizam momentos parciais podem-se considerar: o rácio de Sortino ou Sortino-Satchell (Sortino e Van der Meer, 1991; Sortino, 2000; Pedersen e Satchell, 2002); a medida Kappa 3 (Kaplan e Knowles, 2004); e o rácio FT (Farrinelli e Tibiletti, 2003).

Existe também medidas de performance que substituem os momentos parciais por medidas de recompensa e variabilidade nos quantis (Rachev *et al.*, 2008; e Biglova *et al.*, 2004), podendo-se considerar: valor em risco para o nível "alfa",  $VaR(X_i,t;x)$ ; e défice esperado ou valor condicional em risco (CVAR), ou perda esperada  $ES(X_i,t;x)$ . Com base nestes dois quantis, podem ser considerados os seguintes índices: o retorno esperado sobre  $VaR$  absoluto (Favre e Galeano, 2002; e Rachev *et al.*, 2008); o rácio  $Var$ ; o

retorno esperado sobre o défice esperado absoluto ou rácio de Sharpe condicional ou rácio STARR (Rachev *et al.*, 2008; Agarwal e Naik, 2004); e os rácios Rachev generalizados (Biglova *et al.*, 2004).

As medidas de valor económico pretendem superar as limitações das medidas de performance tradicionais, as quais têm sido criticadas por não tomarem em consideração o custo do capital e por serem influenciadas por regras fiscais (Ittner e Larcker, 1998). Enquanto a medida de Valor Económico Acrescentado (EVA), desenvolvida por Stern e Steward, é definida como o rendimento operacional ajustado, deduzido o custo do capital, o Valor Económico Acrescentado Refinado (REVA) aplica o custo do capital ao valor de mercado aberto do capital da empresa, acrescido da dívida (Ittner e Larcker, 1998).

O *Cash Flow Return on Investment* (CFROI) corresponde, essencialmente, à taxa de retorno interna do longo prazo, calculada através da divisão do *cash-flow* ajustado à inflação, pelo *cash* investimento ajustado à inflação (Snyder, citado por Ittner e Larcker, 1998). Defensores do CFROI argumentam que esta medida é muito superior às medidas de contabilidade tradicionais e a EVA como uma medida de performance.

A questão mais importante que se coloca está relacionada com os benefícios resultantes da adoção das medidas de valor económico, na performance, no longo prazo. O insucesso na implementação de EVA deve-se a quatro fatores: EVA não é uma filosofia empresarial; é implementado muito tarde; falta de convicção dos responsáveis pela empresa ou secção; e formação inadequada. Assim, algumas empresas que adotaram EVA abandonaram-na devido a três razões principais: complexidade; EVA é uma medida histórica que fornece informação incompleta; e inconsistência com o retorno das ações (Stewart, 1995).

As medidas de performance baseadas no mercado, as quais se focam no valor presente de fluxos de rendimento futuros, refletem a performance financeira da empresa mais cuidadosamente, e podem ser

utilizadas, quer de forma isolada, quer em conjugação com mediadas baseadas na contabilidade.

### 3.2.2. De performance não financeira

A crescente complexidade do ambiente empresarial, tal como a globalização, o aumento da competitividade, a crescente personalização dos produtos/serviços, a necessidade de resposta rápida às expectativas dos clientes, e o aparecimento de novas práticas de produção/operacionalização, levaram a que a utilização de medidas de performance baseadas na contabilidade se tornasse insuficiente, dadas algumas limitações inerentes.

Para além disso, alguns estudos realizados têm sugerido que os gestores deveriam implementar novos sistemas de medidas de performance que incluam, também, medidas não financeiras. Consequentemente, começou a ser atribuída importância a este tipo de medidas, tais como: número de lojas de venda ao público, detidas pela empresa; patentes registadas; número de empregados; grau de satisfação do cliente; ou características pessoais dos gestores. A avaliação e financiamento de novos projetos baseiam-se, em grande parte, na informação não financeira, nomeadamente nas características pessoais dos promotores daqueles.

Os analistas financeiros utilizam informação não financeira para prever ganhos e preço das ações (Peecher *et al.*, 2007) e o FASB (Financial Accounting Standards Board) tem considerado aquela como complemento das declarações financeiras (Maines *et al.*, 2002). A informação não financeira pode ser útil, quer em tarefas de avaliação de performance corrente, como em previsões de performance financeira futura (Luft, 2009), sendo o poder exploratório incremental de ganhos e retornos das ações bem definido (Nayar e Rajan, 2001), pelo que os investidores valorizam a informação não financeira (Daniel e Titman, 2006).

Alguns autores têm defendido o sistema de "Balanced Scorecard" que complementa as medidas de contabilidade tradicionais, com enfoque em, pelo

menos, três perspetivas: clientes, processo empresarial interno e aprendizagem e crescimento (Kaplan e Norton, 1992). Este sistema tem sido implementado por algumas empresas (Kaplan e Norton, 2001). Para além disso, têm sido, também, propostos sistemas de medidas de performance integrados (Dixon *et al.*, 1990; e Nanni *et al.*, 1992).

Dentro das medidas de performance não financeira podem-se apontar as medidas subjetivas (Chow e Van Der Stede, 2006). Estas não têm nenhuma perspetiva temporal específica, podendo representar os pontos de vista dos interessados ou dos gestores e acionistas (Rowe e Morrow, 1999), e podem ser úteis no estabelecimento da performance da empresa se as medidas objetivas não estiverem disponíveis. Alguns académicos utilizam medidas subjetivas quando operacionalizam a performance da empresa (Cannella e Hambrick, 1993; Fryxell e Wang, 1994).

Podem-se apontar como razões principais para as empresas adotarem medidas não financeiras (Brancato, 1995):

- 1) Limitações percebidas nas tradicionais medidas baseadas na contabilidade, as quais:
  - a. São históricas e retrógradas;
  - b. Têm falta de capacidade prognóstica para explicar a performance futura;
  - c. Assentam na recompensa no curto prazo;
  - d. Fornecem pouca informação na solução de problemas;
  - e. Não conseguem capturar mudanças de negócio;
  - f. São muito agregadas e sintetizadas;
  - g. Refletem funções, não processos através das funções, dentro da empresa;
  - h. Oferecem inadequada consideração na quantificação de ativos intangíveis.
- 2) Pressão competitiva imposta pelo ambiente empresarial operativo (Chenhall e Morris, 1986).
- 3) Adoção de medidas não financeiras por outras empresas como, por exemplo, programas de Gestão da Qualidade Total (Kaplan, 1983).

Contudo, tais medidas podem comportar algum grau de subjetividade. Na indústria hoteleira, por exemplo, o número de empregados temporários, contratados a termo certo, por um período de três meses, é muito elevado nas épocas altas, pelo que a informação prestada relativamente a este indicador pode variar substancialmente ao longo do ano.

Porém, podem-se apontar algumas limitações às medidas não financeiras, tais como: algumas delas são difíceis de medir de forma exata, dado que comportam algum grau de subjetividade, podendo também as referidas limitações ser resultado da não efetiva implementação e utilização das medidas (Chow e Van Der Stede, 2006).

### 3.2.1. Comparação entre os diferentes tipos de medidas

Tanto as medidas financeiras como não financeiras são úteis na avaliação da performance das empresas, porém, ambas apresentam algumas limitações. A utilização de diferentes medidas requer uma investigação sistemática e equilibrada das características, forças, e fraquezas da performance financeira *versus* não financeira, pelo que o mais importante é selecionar uma combinação de diferentes medidas, dado que devem complementar-se umas às outras (Chow e Van Der Stede, 2006).

As medidas de performance financeira e de mercado são teoricamente distintas, tanto no seu âmbito temporal, como em relação aos seus interessados. As primeiras refletem as perspetivas dos gestores, os quais estão interessados na performance da empresa no período mais recente; ao passo que as outras refletem as perspetivas dos acionistas e investidores potenciais, os quais estão interessados na performance financeira da empresa no longo prazo (Rowe e Morrow, 1999).

As medidas não financeiras, as quais não estão sujeitas às limitações das medidas financeiras tradicionais, são mais eficazes no curto prazo (Chow e Van Der Stede, 2006). Os interessados internos e externos das empresas têm exercido uma maior pressão para que estas utilizem mais medidas não financeiras, tornan-

do-se assim mais fácil conciliar inconsistências entre a performance financeira e as medidas não financeiras.

A análise da evolução das empresas em termos passado e presente, com base na informação contabilística, permite perspetivar a performance futura. Porém, e por vezes, algumas empresas poderão manipular a sua informação contabilística. As medidas não financeiras são menos vulneráveis a manipulações e, muitas vezes, mais facilmente verificáveis do que as medidas financeiras (Bell *et al.*, 2005), existindo, contudo, casos onde as empresas manipularam as medidas não financeiras. Porém, muitas medidas não financeiras são difíceis de manipular ou, pelo menos, tais manipulações são difíceis de esconder, uma vez que algumas daquelas medidas são produzidas e declaradas por fontes independentes.

Apesar da crescente utilização de medidas de performance não financeiras, muitas empresas acreditam que as medidas de performance devem ser puramente financeiras com o objetivo de centrar esforços nos objetivos fundamentais da empresa (Kurtzman, 1997). Alguns estudos sugerem que um amplo número de medidas pode reduzir a performance, devido a excederem as capacidades de processamento dos gestores quando efetuam as avaliações (Schick *et al.*, 1990).

As avaliações subjetivas da performance comportam desvantagens: maior possibilidade de renegação das promessas de recompensa da performance superior, desde que as medidas subjetivas não sejam verificáveis; favoritismo crescente e enviesado nas avaliações da performance; tendência para comprimir avaliações subjetivas e recompensas (Prendergast e Topel, 1993).

A seleção das medidas a utilizar coloca problemas às organizações, pelo que, quando a performance é multidimensional, poderia ser escolhido um modelo apropriado para cada dimensão (Luft, 2009). Os interessados externos das empresas (financiadores, investidores, etc.) deverão complementar e cruzar a informação financeira com a não financeira, de modo a conferir os dados fornecidos pela primeira, como por exemplo proceder à avaliação, de forma

independente, do ativo fixo mais significativo da empresa. A deteção de incompatibilidades entre os dois tipos de informação, por exemplo, terá consequências negativas para as empresas credoras, quer em termos das cláusulas estipuladas nos contratos de financiamento, quer em termos da taxa de juro aplicada.

#### 4. Conclusão

Dado que o custo associado ao financiamento das unidades hoteleiras representa, para muitas empresas, uma parcela significativa dos seus gastos, as mesmas deverão desenvolver esforços de modo a diminuir os mesmos. Neste sentido, existem variáveis que influenciam a determinação do custo associado aos empréstimos, por parte dos bancos, nomeadamente: o *rating* dos hotéis; a informação por si prestada; o objetivo do empréstimo, montante, maturidade, e tipo de contrato; as garantias pessoais e/ou reais; a dimensão do hotel; o contabilista; e a composição da direção.

Do lado dos financiadores (bancos) existem, igualmente, variáveis que influenciam a determinação do custo do financiamento às unidades hoteleiras, tais como: as características daqueles, as diferentes fontes de informação, o processamento e a capacidade de renegociação.

Uma vez que a informação sobre a performance empresarial é uma variável de vital importância na determinação do custo do financiamento, por parte dos bancos, aos hotéis, estes deverão ter muita atenção nos indicadores que utilizam para medir a mesma, de modo a que consigam melhorar a performance, para que assim alcancem custos de financiamento mais reduzidos.

#### Bibliografia

- Adams, R. e Mehran, H., 2002, *Board structure and banking firm performance*, Working Paper, Federal Reserve Bank of New York.
- Agarwal, V., Naik, N. Y., 2004, Risk and portfolio decisions involving hedge funds, *Review of Financial Studies*, Vol. 17(1), pp. 63-98.
- Angebazo, L. A., Mei, J. e Saunders, A., 1998, Credit Spreads in the Market for Highly Leveraged Transaction Loans, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22, pp. 1249-1282.
- Balkcom, J. E., Ittner, C. D., e Larcker, D. F., 1997, Strategic Performance Measurement: Lessons Learned and Future Directions, *Journal of Strategic Performance Measurement*, Vol. 1(2), pp. 22-32.
- Barbosa, L. e Ribeiro, N., 2007, Determinantes dos Spreads Aplicados nos Empréstimos Sindicados Concedidos a Empresas Não Financeiras da Área do Euro. *Boletim Económico*, Banco de Portugal, Verão.
- Berger, A. e Udell, G., 1992, Some Evidence on the Empirical Significance of Credit Rationing, *Journal of Political Economy*, Vol. 100, pp. 1047-1077.
- Besanko, D. e Thakor, A. V., 1987, Competitive Equilibrium in the Credit Markets with Imperfect Information, *Journal of Economic Theory*, Vol. 42, pp. 167-182.
- Bharath, S., Sunder, J., e Sunder S., 2008, Accounting quality and debt contracting, *The Accounting Review*, Vol. 83, pp. 1-28.
- Bhattacharya, S. e Chisea, G., 1995, Proprietary information financial intermediation, and research incentives, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 4, pp. 328-357.
- Biglova, A., Ortobelli, S., Rachev, S. and Stoyanov, S., 2004, Different approaches to risk estimation in portfolio theory, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 31(1), pp. 103-112.
- Boot, A., Thakor, A. V. e Udell, G. F., 1991, Secured Lending and Default Risk: Equilibrium Analysis, Policy Implications and Empirical Results, *The Economic Journal*, Vol. 101, pp. 458-472.
- Brancato, C. K., 1995, New Performance measures – A research Report. Report Number 1118-95-RR, The Conference Board, New York.
- Burgstahler, D. C. e Dichev, I., 1997, Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses, *Journal of Accounting Economics*, Vol. 24, pp. 99-126.
- Burke, G., 1994, A sharper Sharpe ratio, *Futures*, Vol. 23(3), pp. 56.
- Callen, J. L., 1991, Data envelope analysis: Partial survey and applications for management accounting, *Journal of Accounting Management Research*, Vol. 3, pp. 35-56.
- Cannella, A. A., Hambrick, D. C., 1993, Effects of executive departures on the performance of acquired firms, *Strategic Management Journal*, Vol. 14, pp. 137-152.
- Caporin, M. e Lisi, F., 2009, *Comparing and Selecting Performance Measures for Ranking Assets*, [http://ssrn.com/abstract=1393163], (Site accedido 18 outubro 2011).
- Carey, M. e Nini, G., 2004, Is the Corporate Loan Market Globally Integrated? A Pricing Puzzle, International Finance Discussion Papers 813, *Board of Governors of the Federal Reserve System*.
- Chenhall, R. H., e Morris, D., 1986, The Impact of Structure, Environment, and Interdependence on the Perceived Usefulness of Management Accounting Systems, *The Accounting Review*, Vol. 61(1), pp. 16-35.
- Chow, C.W., e Van Der Stede, W.A., 2006, The Use And Usefulness of Nonfinancial Performance Measures, *Management Accounting Quarterly*, Vol. 7 (3), pp. 1-8.
- Coles, J., Loewenstein, U. e Suay, J., 1995, On equilibrium pricing under parameter uncertainty, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 30, pp. 347-374.

- Daniel, K., e Titman, S., 2006, Market reactions to tangible and intangible information, *The Journal of Finance*, Vol. 61(4), pp. 1605-1643.
- Datta, S., Iskandardatta, M., e Patel, A., 1999, Bank monitoring and the pricing of corporate public debt, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, pp. 435-449.
- Decreto-Lei nº103/2007, *Diário da República*, 1ª Série – N.º66 – 3 de Abril de 2007.
- Decreto-Lei nº104/2007, *Diário da República*, 1ª Série – N.º66 – 3 de Abril de 2007.
- DeFond, M. e Jiambalvo, J., 1994, Debt covenant violations and manipulation of accruals, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, pp. 145-176.
- DeGeorge, F., Patel, J. e Zeckhauser, R., 1999, Earnings Management to Exceed Thresholds, *Journal of Business*, Vol. 72, pp. 1-32.
- Dichev, I. e Skinner, D., 2002, Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis, *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, pp. 1091-1124.
- Dittrich, F., 2007, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, Inauguraldissertation Zur Erlangung des Doktorgrades der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln.
- Dixon, J. R., Nanni, A. J., e Vollmann, T. E., 1990, *The New Performance Challenge: Measuring Operations for World Class Competition*, Dow-Jones Irwin, Homewood, IL.
- Duffi, D. e Lando, D., 2001, Term structures of credit spreads with incomplete accounting information, *Econometrica*, Vol. 69(3), pp. 633-664.
- ECB, 2007, Corporate Finance in The Euro Area, *Occasional Paper Series*, Vol. 63.
- Edering, L. e Yawitz, J., 1987, The Rating Process, in E. Altman (ed.), *Handbook of Financial Markets and Institutions*, 6th Edition, John Wiley and Sons, New York.
- Elayan, F. A., Maris, B. A. e Young, P. J., 1996, The Effect of Commercial Paper Rating Changes and CreditWatch Placement on Common Stock Prices, *Financial Review*, Vol. 31, pp. 149-167.
- Farrinelli, S. e Tibiletti, L., 2003, Upside and Downside Risk With a Benchmark, *Atlantic Economic Journal*, Anthology Section, Vol. 31(4), pp. 387.
- Favre, L. and Galeano, J. A., 2002, Mean-modified Value at Risk optimization with hedge funds, *Journal of Alternative Investment*, Vol. 5, pp. 21-25.
- Feltham, G. e Xie, J., 1994, Performance Measure Congruity and Diversity in Multi-task Principal / Agent Relations, *The Accounting Review*, Vol. 69, pp. 429-453.
- Ferri, M.G. e Jones, W.H., 1979, Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach, *The Journal of Finance*, Vol. 34(3), pp. 631.
- Fortin, S. e Pittman, J. A., 2008, The Impact of Auditor-Related Tax Services on Corporate Debt Pricing, *The Journal of the American Taxation Association*, Vol. 30(2), pp. 79-106.
- Fryxell, G. E. e Wang, J., 1994, The Fortune Corporate "Reputation" Index: Reputation for What?, *Journal of Management*, Vol. 20(1), pp. 1-14.
- Gemmil, G., Hwang, S. e Salmon, M., 2006, Performance Measurement with loss aversion, *Journal of Asset Management*, Vol. 7(3), pp. 190-207.
- Hand, J. R. M., Holthausen, R. W. e Leftwich R. W., 1992, The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices, *Journal of Financial*, Vol. 47, pp. 733-752.
- Henri, J. F., 2004, Performance Measurement and Organizational Effectiveness: Bridging the gap' Managerial Finance, Vol. 30(6), pp. 93-123.
- Iltner, C. D., e Larcker, D. F., 1998, Innovations in Performance Measurement: Trends and Research Implications, *Journal of management Accounting Research*, Vol. 10, pp. 205-238.
- Jackson, P. e Perraudin, W., 1999, The Nature of Credit Risk: The Effect of Maturity, Type of Obligor and Country of Domicile, *Financial Stability Review*, Bank of England.
- Jiang, J., 2008, Beating Earnings Benchmarks and the Cost of Debt, *The Accounting Review*, Vol. 83(2), pp. 377-416.
- Jiménez, G. e Saurina, J., 2004, Collateral, Type of Lender and Relationship Banking as Determinants of Credit Risk, *WP 0414*, Banco de España.
- Kaplan, P. D., Knowles, J. A., 2004, *Kappa: A Generalized Downside Risk-Adjusted Performance Measure*, Morningstar Associates and York Hedge Fund Strategies, January 2004.
- Kaplan, R. S., 1983, Measuring manufacturing performance: a new challenge for managerial accounting research, *The Accounting Review*, October, pp. 686-705.
- Kaplan, R. S., e Norton, D. P., 1992, The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance, *Harvard Business Review*, Vol.70(1), pp. 71-80.
- Kaplan, R. S., e Norton, D. P., 2001, Transforming the balanced scorecard from performance measurement to strategic management. Part I, *Accounting Horizons*, Vol.15 (1), pp. 87-104.
- Kashyap, A., Rajan, R. e Stein, J., 2002, Banks as Liquidity Providers: An Explanation for the Coexistence of Lending and Deposit-Taking, *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 33-73.
- Kestner, L. N., 1996, Getting a handle on true performance, *Futures*, Vol. 25 (1), pp. 44-46.
- Kirby, J., 2005, Toward a theory of high performance, *Harvard Business Review*, Vol. 83(7), pp. 30-39.
- Konno, H. e Yamamazaki, H., 1991, Mean-Absolute Deviation Portfolio Optimization Model and its Application to Tokyo Stock Market, *Management Science*, Vol. 37, pp. 519-531.
- Kurtzman, J., 1997, Is Your Company off Course? Now You Can Find Out Why, *Fortune*, Vol. 135, pp. 128-130.
- Luft, Joan, 2009, Nonfinancial information and accounting: A reconsideration of benefits and challenges, *Accounting Horizons*, Vol.23 (31), pp. 307-325.
- Maines, L., Bartov, E., Fairfield, P. M., Hirst, D. E., Iannaconi, T. E., Mallett, R., Schrand, C. M., Skinner, D. J., e Vincent, L., 2002, Recommendations on disclosure of nonfinancial performance measures, *Accounting Horizons*, Vol. 16(4), pp. 353-362.
- Manove, M., Padilla, J. e Pagano, M., 2001, Collateral Versus Project Screening: A Model of Lazy Banks, *RAND Journal of Economics*, Vol. 32, pp. 726-744.
- Meyer, T. O, Hsu, W-H., Elayan, F. A., 2006, The Valuation Effects of Bank Loan Ratings in the Presence of Multiple Monitors, *Journal of Economics and Finance*, Fall, Vol. 30, pp. 325-346.
- Modigliani, F. e Modigliani, L., 1997, Risk-adjusted Performance – How to Measure it and Why, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 23(2), pp. 45-54.
- Monks, R., Minow, N., 1995, *Corporate Governance*, Blackwell Publishing, New York.
- Nanni, A. J., Dixon, R. e Vollmann, T. E., 1992, Integrated Performance Measurement: Management Accounting to Support the New Manufacturing Realities, *Journal of Management Accounting Research*, Vol. 4, pp. 1-19.

- Nayar, V., e Rajan, M.V., 2001, The revenue implications of financial and operational measures of quality, *The Accounting Review*, Vol.76 (4), pp. 495-513
- Nayar, N. e Rozeff, M. S., 1994, Ratings, Commercial Paper, and Equity Returns, *The Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 1431-1449.
- Ortobelli, S., Rachev, S., Stoyanov, S., Fabozzi, F. J. and Biglova, A., 2005, The proper use of risk measures in portfolio theory, *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, Vol. 8(8), pp. 1107-1133.
- Pedersen, C. S., e Satchell, S. E., 2002, On the foundation of performance measures under asymmetric returns, *Quantitative Finance*, Vol. 2(3), pp. 217-223.
- Peecher, M., Schwartz, R., e Solomon, I., 2007, It's all about audit quality: perspectives on strategic – systems auditing, *Accounting Organizations and Society*, Vol.32, pp. 463-485.
- Peterson, M. A., e Rajan, R. G., 1994, The benefits of lending relationships: Evidence from small business data, *The Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 3-37.
- Pinches, G. E. e Singleton, J., 1978, The Adjustment of Stock Prices to Bond Rating Changes, *Journal of Finance*, Vol. 28, pp. 29-44.
- Pittman, J. A. e Fortin, S., 2004, Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 37, pp. 113-136.
- Prendergast, C., e Topel, R., 1993, Discretion and Bias in Performance Evaluation, *European Economic Review*, Vol. 37, pp. 355-365.
- Rachev, S., Ortobelli, S., Stoyanov, S., Fabozzi, F.J., and Biglova, A., 2008, Desirable properties of an ideal risk measure in portfolio theory, *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, Vol. 11(1), pp. 19-54.
- Rajan, R., e Zingales, L., 1998, Financial dependence and growth, *The American Economic Review*, Vol. 88, pp. 559-586.
- Richard, P., Devinney, T. M., Yip, G. S., Johnson, G., 2008, Measuring organizational performance as a dependent variable: toward methodological best practice, *Journal of Management*, Vol. 35(3), pp. 718-804.
- Rowe, W. G. e Morrow Jr., J. L., 1999, A note on the dimensionality of the firm financial performance construct using accounting, market, and subjective measures, *Revue Canadienne des Sciences de l'Administration. Montreal*, Vol. 16(1), pp. 58-70.
- Schick, A., Gordon, L. e Haka, S., 1990, Information Overload: A Temporal Approach, *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 15(3), pp. 199-220.
- Scott Jr., D. F. e Martin, J., 1975, Industry Influence on Financial Structure, *Financial Management*, Vol. 4(1), pp. 67.
- Scott, W. R., 1997, *Financial Accounting Theory*, Prentice Hall, Scarborough.
- Sengupta, P., 1998, Corporate disclosure quality and the cost of debt, *The Accounting Review*, Vol. 73, pp. 459-474.
- Smith, C. e Warner, J., 1979, On financial contracting: An analysis of bond covenants, *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, pp. 117-161.
- Stewart, G.B., 1995, EVA works – But not if you make these common mistakes, *Fortune*, Vol.131(8), pp. 117-118.
- Stiglitz, J. E. e Weiss, A., 1981, Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *The American Economic Review*, Vol.71(3), pp. 393-410.
- Sortino, F. A., e Van der Meer, R., 1991, Downside risk, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 17, Spring, pp. 27-31.
- Sortino, F. A., 2000, Upside-potential ratios vary by investment style, *Pension and Investment*, N.º 28, pp. 30-35.
- Venkatraman, N. e Ramanujan, V., 1986, Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches, *Academy of Management Review*, Vol. 11(4), pp. 801-814
- Weinstein, M., 1977, The Effect of a Rating Change Announcement on Bond Price, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 329-350.
- Young, M. R., 1998, A MiniMax Portfolio Selection Rule with Linear Programming Solution, *Management Science*, Vol. 44, pp. 673-683.