



Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

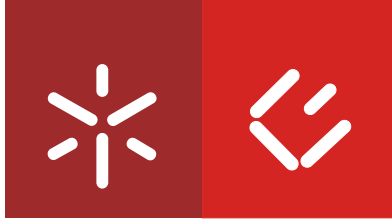
Ana Marta Guise de Abreu

Impacto da Crise Económica e Financeira na Performance das PME's

Ana Marta Guise de Abreu **Impacto da Crise Económica e Financeira na Performance das PME's**

UMinho | 2017

outubro de 2017



Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Ana Marta Guise de Abreu

Impacto da Crise Económica e Financeira na Performance das PME's

Dissertação de Mestrado
Mestrado em Economia Monetária Bancária e Financeira

Trabalho efetuado sob a orientação da
Professora Doutora Maria de Lurdes Martins
e da
Professora Doutora Maria João Thompson

outubro de 2017

DECLARAÇÃO

Nome: Ana Marta Guise de Abreu

Endereço eletrónico: martinhaabreu6@gmail.com

Telefone: 913063261

Cartão do Cidadão: 14546574

Título da dissertação: Impacto da Crise Económica e Financeira na Performance das PME's

Orientadores:

Professora Doutora Maria de Lurdes Martins

Professora Doutora Maria João Thompson

Ano de conclusão: 2017

Designação do Mestrado: Mestrado em Economia Monetária Bancária e Financeira

É AUTORIZADA A REPRODUÇÃO INTEGRAL DESTA DISSERTAÇÃO APENAS PARA EFEITOS DE INVESTIGAÇÃO, MEDIANTE DECLARAÇÃO ESCRITA DO INTERESSADO, QUE A TAL SE COMPROMETE

Universidade do Minho, ____/____/____

Assinatura:

AGRADECIMENTOS

A realização de uma dissertação é, em geral, um marco importante na vida de qualquer estudante. Em particular, sempre ambicionei realizar uma dissertação e acaba por ser, também uma concretização pessoal com uma vasta importância na minha conduta académica.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer à minha orientadora Professora Doutora Maria de Lurdes Martins pela ajuda, pelo tempo dispensado, pelo apoio e sobretudo pela dedicação e pelo incentivo em nunca desistir. Além da professora, gostaria de agradecer pela cooperação e sobretudo pela paciência quer ao Professor Doutor João Cerejeira, quer ao Professor Miguel Portela no auxílio da execução da metodologia e pelos conhecimentos por eles ensinados durante várias horas. A todos os outros professores que contribuíram quer direta, quer indiretamente para a execução deste objetivo, um muito obrigada!

Por outro lado, quero também gratificar aos meus melhores amigos que me acompanharam na realização desta investigação e me ajudaram emocionalmente na conclusão desta etapa.

Por fim, queria agradecer aos meus pais, pelo apoio incondicional, pela educação, dedicação e por me terem dado todas as condições e os valores necessários para concluir o meu percurso académico. Quero agradecer também aos meus avós e à minha irmã, que sempre me acarinham nesta etapa e fizeram sempre os possíveis para que eu pudesse realiza-la. Quero agradecer de igual forma ao meu namorado, Rui André, que para além de me dar a estabilidade necessária para prosseguir esta etapa sempre me incentivou a ir mais longe.

RESUMO

A crise económica e financeira foi um dos marcos mais trágicos para a economia nacional, causando vários constrangimentos a nível macroeconómico. A maioria das empresas nacionais enfrentaram graves problemas quando o colapso económico se fez ressentir e, visto que, a principal fonte de financiamento das empresas é o recurso ao capital alheio é importante avaliar as consequências que a crise trouxe, nomeadamente na restrição ao crédito concedido às empresas. Uma vez que as empresas mais dependentes do crédito bancário são as empresas de pequena dimensão, e sendo estas as principais responsáveis pelo tecido empresarial português é necessário perceber em que sentido a crise económica e financeira afetou a performance destas empresas. Posto isto, os objetivos principais da presente dissertação são: o de avaliar o impacto que a crise teve na performance das empresas, quer sejam PME's quer sejam empresas de grande dimensão; e se as empresas mais dependentes do financiamento alheio foram mais afetadas do que as outras. Para tal, teremos de averiguar quais os determinantes da performance das empresas, sendo esta outra questão de investigação.

Assim, com base na literatura sobre os determinantes da performance das empresas, este estudo analisa a relação entre a performance e as variáveis explicativas: idade, dimensão, tangibilidade, liquidez, financiamento alheio, capital próprio e crise. A amostra é composta por 5500 empresas observadas no período compreendido entre 2007 e 2016. Em geral, os resultados sugerem que são as grandes empresas que conseguem obter uma melhor performance quando não estamos perante um período de crise e, contrariamente às nossas expectativas, são as empresas de menor dimensão, isto é, as PME's as que conseguem obter uma performance superior em períodos de crise. Além disso, verificamos que a variável crise não é estatisticamente significativa no estudo da performance das empresas sendo o seu impacto importante uma vez que afeta a performance por via das outras variáveis explicativas. A dimensão das empresas e a liquidez têm um impacto positivo na performance das empresas. Contudo, os resultados da estimação mostram que a idade, o financiamento alheio e o capital próprio influenciam negativamente o desempenho das empresas. Por fim, a tangibilidade varia consoante as variáveis explicativas incluídas no modelo, apresentando um efeito ambíguo.

Palavras-Chave: PME's, performance, endividamento, financiamento alheio, dimensão

ABSTRACT

The economic and financial crisis is one of the most tragic phenomenon for a national economy, causing various constraints at the macroeconomic portuguese level. Most national enterprises had serious problems when the global financial and economics crisis erupted. The small and medium-sized firms are the most dependent of bank credit and they are the responsible for the Portuguese business market. Thus, it is necessary understand how economic and financial crisis affected a firms performance. This paper explores the impact of the crisis on the performance of SMEs and large companies and if were the SME's the more dependent of bank credit. Furthermore, this paper study the determinants of firm performance.

Based on recent literature about the determinants of firm performance, this study analyzes a relationship between a performance and age, debt, shareholder's equity, size, tangibility, liquidity, and economics crisis. This thesis is based on a sample of 5500 North Portuguese firms for the period 2007-2016 for the textiles and clothing sector. The empirical evidence indicates that the large companies had a better performance when they weren't affected by crisis, and, contrary to the spectacle, the SME's were the firms with better performance when they were in the period of the crisis. In addition, our findings reveal that the variable crisis are not relevant in explaining the firms performance in textils and clothing sector, however, this variable is important because the impact of crisis affects a performance through the other explanatory variables. Our empirical results show that the debt, age and shareholder's equity influence performance negatively. We also verified that the performance was growing with size and liquidity. Finally, we saw that the impact of tangibility was modified with the variables in the regression.

Keywords: SME's, performance, bank loan, debt equity, size

ÍNDICE

Agradecimentos	iii
Resumo	v
Abstract	vii
Lista de Figuras.....	xi
Lista de Tabelas	xiii
Lista de Abreviaturas, Siglas e Acrónimos	xv
1. Introdução.....	1
1.1 Apresentação do Tema do Objeto de Estudo	1
1.2 Questões de Investigação	2
1.3 Estrutura de Investigação.....	2
2. Revisão Bibliográfica	5
2.1 A crise económica e financeira e o seu impacto em Portugal.....	5
2.2 As PME's Portuguesas.....	10
2.3 Indústria Têxtil e do Vestuário: Breve retrato.....	12
2.4 Estrutura de Capitais	12
2.5 Estrutura de Capitais das PME's Portuguesas	15
2.6 Formas de Financiamento das PME's	17
2.7 O financiamento externo e as restrições na oferta de crédito	20
2.8 Os determinantes da Performance das PME's.....	22
3. Estudo Empírico	28
3.1 Metodologia usada na Literatura	28
3.2 Metodologia usada neste estudo: modelo a estimar.....	31
3.2.1 Hipóteses de Investigação	31
3.2.2 Variáveis Explicativas da Performance da Empresa.....	31
3.2.3 Variáveis Associadas à Performance das Empresas.....	36
3.2 Amostra	37
3.3 Técnicas Estatísticas Utilizadas	38
4. Análise e discussão de dados	41
4.1 Estatísticas Descritivas.....	41

4.2	Matriz de Correlações	50
4.2	Resultados dos modelos de regressão linear	51
4.3	Discussão dos Resultados Obtidos	53
4.4	Discussão dos Resultados Obtidos	58
5.	Conclusões e limitações	61
6.	Bibliografia	65

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: PIB a preços constantes de 2000 até 2016	8
----------------------------------------------------------	---

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Montantes de Empréstimos Concedidos a Sociedades Não Financeiras / Unidade: Milhões de euros (valores nominais)	9
Tabela 2: Empresas Portuguesas, Total e por Dimensão	11
Tabela 3: Estrutura de Financiamento das Sociedades não Financeiras Portuguesas / Contas Nacionais Financeiras/Unidades: 105.....	18
Tabela 4: Modelos Empíricos com base na literatura.....	29
Tabela 5: Modelo Empírico, variáveis e medidas	36
Tabela 6: Estatísticas Descritivas referentes às PME's em período de crise (pmes=1 e crise=1)	42
Tabela 7: Estatísticas Descritivas relativas às PME's em período pós crise e pré-crise (pmes=1 e crise=0)	43
Tabela 8: Estatísticas Descritivas relativas às empresas de grande dimensão em período de crise (pmes=0 e crise=1)	44
Tabela 9: Estatísticas Descritivas relativas às empresas de grande dimensão em período pós e pré-crise (pmes=0 e crise=0)	44
Tabela 10: Estatísticas Descritivas relativas às microempresas em período de crise (micro=1 e crise=1)	45
Tabela 11: Estatísticas Descritivas relativas às microempresas em período pós e pré-crise (micro=1 e crise=0).....	46
Tabela 12: Estatísticas Descritivas relativas às pequenas empresas em período de crise (pequenas=1 e crise=1).....	47
Tabela 13: Estatísticas Descritivas relativas às pequenas empresas em período pré-crise e pós crise (pequenas=1 e crise=0).....	47
Tabela 14: Estatísticas Descritivas relativas às médias empresas em período de crise (médias=1 e crise=1).....	48
Tabela 15: Estatísticas Descritivas relativas às médias empresas em período pré-crise e pós crise (médias=1 e crise=0).....	48
Tabela 16: Matriz de Correlações de Pearson das variáveis.....	50
Tabela 17: Resultados da Estimação do Impacto da Crise na Performance das Empresas.....	52
Tabela 18: Resultados da Estimação do Impacto da Crise na Performance das Micro, Pequenas e Médias Empresas	53

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E ACRÓNIMOS

PME's - Pequenas e Médias Empresas

UE – União Europeia

FMI – Fundo Monetário Internacional

EUA – Estados Unidos da América

BCE – Banco Central Europeu

PIB – Produto Interno Bruto

PAEF – Programa de Assistência Económica e Financeira

INE - Instituto Nacional de Estatística

VAB – Valor Acrescentado Bruto

IVA- Imposto sobre o valor acrescentado

NACE- Nomenclatura Geral das Atividades Económicas das Comunidades

1. INTRODUÇÃO

1.1 Apresentação do Tema do Objeto de Estudo

A crise económica e financeira, que em Portugal teve início em 2008, afetou profundamente e trouxe consigo diversos problemas em termos de desempenho macroeconómico. Uma questão que tem merecido crescente preocupação por parte dos governos e que tem sido objeto de debate público, no contexto da atual crise, é a performance das empresas portuguesas, em particular, das pequenas e médias empresas (PME's).

As PME's não só são a estrutura base do tecido empresarial português, como também são o pilar da economia nacional e mundial, tendo um papel fundamental na criação de emprego e riqueza. No entanto, nos últimos anos, estas empresas têm enfrentado enormes dificuldades em financiar-se. Em particular, o pedido de resgate ao Fundo Monetário Internacional (FMI) forçou à implementação de medidas de austeridade, causando uma diminuição substancial da procura dos produtos e serviços produzidos em Portugal.

Uma das maiores dificuldades das PME's é o acesso ao crédito bancário e, sendo esta forma uma das suas principais fontes de financiamento, a falta do mesmo cria entraves, podendo mesmo levar ao encerramento da atividade empresarial e, consecutivamente à degradação do tecido económico. De acordo com vários estudos empíricos relacionados com as restrições na concessão de crédito, estas dificuldades no acesso a financiamento externo advêm maioritariamente das suas fragilidades financeiras e da opacidade legal de informação que transmitem aos financiadores, e são uma das principais restrições ao desenvolvimento de uma PME's. Diversos autores (Cressy e Olofsson, 1997; Bricongne et al. 2011) sugerem que os bancos utilizam práticas discriminatórias na política de crédito que passam pela simples recusa de crédito ou pela prática de taxas de juro mais elevadas.

Assim, é importante entender em que medida a performance das empresas ficou afetada devido à restrição na concessão de crédito que adveio do colapso económico e financeiro. Contudo, antes de chegar à questão chave é essencial analisar a crise económica e financeira como um todo, estudar as principais correntes teóricas relativas à estrutura de capitais das empresas, em particular, das empresas portuguesas.

A crise económica e financeira portuguesa trouxe assim consequências nefastas para empresas, portanto, esta dissertação analisa quais os fatores determinantes na performance das mesmas e, se o impacto da crise económica e financeira foi superior nas empresas de grande dimensão ou nas PME's. Além disso, o estudo é feito para as empresas do Norte de Portugal da indústria têxtil e do vestuário, uma vez que, esta indústria é uma das que mais notoriedade tem no Norte de Portugal.

1.2 Questões de Investigação

O objetivo primordial do presente estudo é analisar o impacto da crise económica e financeira das empresas portuguesas. Especificamente, a análise centra-se na determinação de quais os fatores relevantes para avaliar a performance das empresas e, se efetivamente o colapso económico e financeiro afetou mais as PME's ou as empresas de grandes dimensões. Além disso, também se testa se financiamento alheio tem um impacto positivo ou negativo no desempenho das empresas.

Concretamente, a presente investigação deverá dar resposta às seguintes questões de investigação:

- 1) Quais são os fatores determinantes na performance das empresas?
- 2) Existem diferenças significativas entre o período pré e pós crise e o período em que a crise afetou a economia na performance das empresas portuguesas?
- 3) A crise económica e financeira portuguesa teve um impacto maior nas PME's do que nas empresas de grande dimensão?
- 4) A performance das PME's é dependente do financiamento alheio?

Dada a recente conjuntura, é essencial para as empresas saberem quais os determinantes decisórios para a sua performance para que possam melhorar os seus níveis de desempenho. Além disso, este tema reveste-se de grande importância para se saber se há necessidade de adotar políticas de apoio ao financiamento das PME's de forma a potenciar a sua sobrevivência e, torna-se relevante pois permite dar a conhecer aos gestores se o comportamento das empresas estiveram ou não relacionados com a crise económica e financeira.

Ademais, espera-se que os resultados futuros provenientes do presente estudo possam contribuir, por um lado, para a literatura académica que é escassa quando nos referimos às PME's do setor têxtil e do vestuário em Portugal, por outro, contribuir com informação relevante para os gestores que interagem diretamente com as PME's possam aceder ao crédito bancário mais facilmente e consigam atingir níveis mais altos de desempenho.

1.3 Estrutura de Investigação

A presente investigação está organizada em V capítulos, conforme se evidencia seguidamente. Assim para a realização da dissertação começamos no capítulo I onde se identifica a questão retratada na investigação, quais os objetivos primordiais e qual a sua importância. De seguida, passa-se para o capítulo II onde apresenta-se uma revisão da literatura que versa o impacto da crise económica e

financeira no mundo e em Portugal, caracteriza-se e delinea-se o perfil das PME's portuguesas, faz-se uma abordagem à estrutura de capital das empresas, descreve-se a relação entre a crise e as restrições na concessão de crédito e a importância do financiamento nas PME's e, referenciam-se quais as variáveis determinísticas que outros autores abordaram que servem para explicar a performance das empresas. Além do mais, faz-se uma pequena abordagem ao setor têxtil e do calçado em Portugal.

O capítulo III descreve a metodologia empírica da investigação, onde é caracterizada a amostra que serviu de base à realização do estudo, é feita uma tabela onde mostra de forma sucinta como os outros autores explicaram as variáveis dependentes e independentes relacionadas com a performance das empresas e quais as variáveis de controlo utilizadas no estudo. De seguida, no capítulo IV são também apresentadas, as estatísticas descritivas, os resultados da estimação dos modelos e executa-se os testes de hipóteses necessários para responder às questões de investigação. Por fim, no capítulo V são expostas as principais conclusões, são expressas as limitações da investigação e sugeridas propostas para futuros estudos empíricos.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 A crise económica e financeira e o seu impacto em Portugal

O despoletar da atual crise económica começou em meados de 2007, após o colapso do mercado de hipotecas nos Estados Unidos da América (EUA), e foi agravada pela crise financeira iniciada com a ruína do Banco de Investimento Lehman Brothers. Ao contrário de outras perturbações financeiras, a crise mundial de 2007 foi originada maioritariamente por uma reversão no mercado imobiliário, juntamente com uma perceção de falta de transparência das carteiras de investimento das instituições financeiras, levando a graves problemas de balanço no setor financeiro.

Este colapso, caracteriza-se também por crise do *subprime*, por ter sido iniciada a partir da rutura de instituições de crédito dos EUA, onde os mesmos concediam empréstimos hipotecários de enorme risco a credores que não tinham capacidade de pagar ou que não a teriam a partir do momento em que a taxa de juro começasse a subir. Habitualmente o crédito concedido era superior ao imóvel recebido como garantia. É de salientar que *subprime* é um crédito à habitação de alto risco que se destina à população com baixos rendimentos, onde a única garantia exigida é o imóvel, através de uma hipoteca. A maioria das instituições bancárias assumiam esse risco presumindo que o valor dos imóveis iria aumentar continuamente, excedendo, rapidamente, o valor do crédito concedido.

Além disso, a falência do banco de investimento gerou graves problemas de liquidez e de falta de confiança, fazendo com que as instituições financeiras incorressem de uma menor predisposição para correr riscos. O desenrolar da crise colocou em xeque a arquitetura financeira internacional na medida em que tomou proporções tais que se alastrou para uma crise bancária seguindo-se uma crise de crédito. Para Iyer et al. (2010) o principal motivo na qual uma crise bancária afeta a economia diz respeito à incapacidade de o setor privado aceder ao crédito necessário para financiar o investimento e o consumo, ou seja, visa uma impossibilidade das empresas acederem ao crédito sendo automaticamente prejudicial para o mercado. A conclusão do seu estudo leva a crer que uma queda de liquidez bancária tem um efeito direto na concessão de crédito às empresas e, por sua vez, as empresas são incapazes de substituírem a sua fonte de financiamento externo porque se fossem capazes de substituir, estas não seriam afetadas pela redução na concessão de crédito.

Para Cihak et al. (2013) as causas para a crise financeira e o *boom* de crédito foram as falhas na regulação, a inovação financeira, bem como as alterações de padrões de crédito para padrões hipotecários. Dibooglub e Kenc (2010) reforçam a teoria de Cihak et al. (2013) sugerindo que a recente crise económica e financeira foi provocada não só pelos desequilíbrios macroeconómicos globais, pelas más práticas de gestão de risco, pela falha na regulamentação e supervisão financeira, mas também

devido à integração da economia mundial (globalização financeira), à distribuição assimétrica de oportunidades de investimento, e ao desejo de acumular reservas oficiais de câmbio para fins de precaução.

Na Europa, este colapso fez-se sentir em finais de 2007, quando o mercado interbancário -uma fonte crucial de liquidez para os bancos europeus- enfrentou fortes tensões e o Banco Central Europeu (BCE) foi obrigado a injetar grandes quantidades de liquidez. No entanto, este choque de liquidez não esteve diretamente relacionado com o sistema financeiro português, uma vez que, Portugal não tinha investido no mercado do dólar (Iyer et al. 2010). Com a crise financeira global, a subsequente dívida soberana e a falta de liquidez e solvabilidade das instituições financeiras europeias desencadearam um desajustamento na economia mundial que rapidamente se propagou trazendo repercussões nefastas para a estabilidade dos bancos comerciais portugueses e, conseqüentemente para o sistema económico e financeiro português, visto que, o financiamento dependia quase exclusivamente das facilidades do BCE.

Dadas as adversidades, Portugal não fugiu à regra e acabou por seguir a tendência europeia sendo também afetado por dois grandes choques adversos, o primeiro referente à crise financeira global, em 2008 e o segundo referente à crise do euro, em meados de 2010.

Segundo Caldas (2013) a crise financeira começou por se fazer sentir em Portugal no final de 2008 e início de 2009 com uma diminuição abrupta das exportações em 2009, com um forte aperto do crédito, com a redução da capacidade de acesso dos bancos aos mercados de capitais e com a queda do Banco Português de Negócios (BPN), seguida de nacionalização em novembro de 2008, e do Banco Privado Português (BPP), seguido de falência em 2010. Dada a crise financeira, seguiu-se a crise do euro em meados de 2010 (Blanchard e Pedro, 2017), o que levou a uma preocupação adicional por parte dos bancos e do governo português, uma vez que poderia fazer com que Portugal tivesse de sair do euro.

Assistimos não só a uma queda do produto interno bruto (PIB) real, mas também a uma devastação da atividade produtiva, do emprego e do investimento, com conseqüências, quer para a atividade bancária quer para o setor empresarial. Posto isto, a combinação de ambas as crises resultou numa forte contração da procura originada inicialmente pela queda das exportações e do investimento, seguida pela diminuição da oferta de crédito e, por fim, pela consolidação fiscal (Blanchard e Pedro, 2017). Dadas as dificuldades enfrentadas pelas instituições financeiras, as empresas encontraram fortes limitações para acederem ao crédito, agravando os termos e as condições do financiamento quando comparado com o período pré-crise (Campello et al. 2010).

Um dos marcos mais importantes para a economia portuguesa ocorre em 2011, quando Portugal pede um resgate financeiro, concebido com o objetivo de restaurar a confiança da economia portuguesa, salvaguardando a estabilidade financeira, ficando obrigado a corrigir os desequilíbrios macroeconómicos. Assim, em Maio de 2011 é acordado entre as autoridades portuguesas, a União Europeia (UE) e o Fundo Monetário Internacional (FMI) um programa de assistência económica (PAEF) que garante a Portugal um empréstimo no valor de 78 mil milhões de euros com o objetivo de restabelecer a confiança dos mercados financeiros internacionais e de promover a competitividade e o crescimento económico sustentável.

No entanto, para Portugal poder obter este resgate teve de obedecer a uma serie de requisitos impostos pelo FMI, iniciando-se assim um período de extrema austeridade que teve como consequência a contração da economia nacional, um aumento volatilidade dos mercados financeiros, resultando em enormes dificuldades de acesso ao crédito decorrentes do aumento do risco de incumprimento por parte das instituições não financeiras fazendo com que o desempenho das empresas portuguesas diminuísse. Os anos seguintes foram de elevada incerteza económica, refletindo-se num abrandamento económico e financeiro global e só em 2014 é que houve sinais de recuperação da estabilidade económica

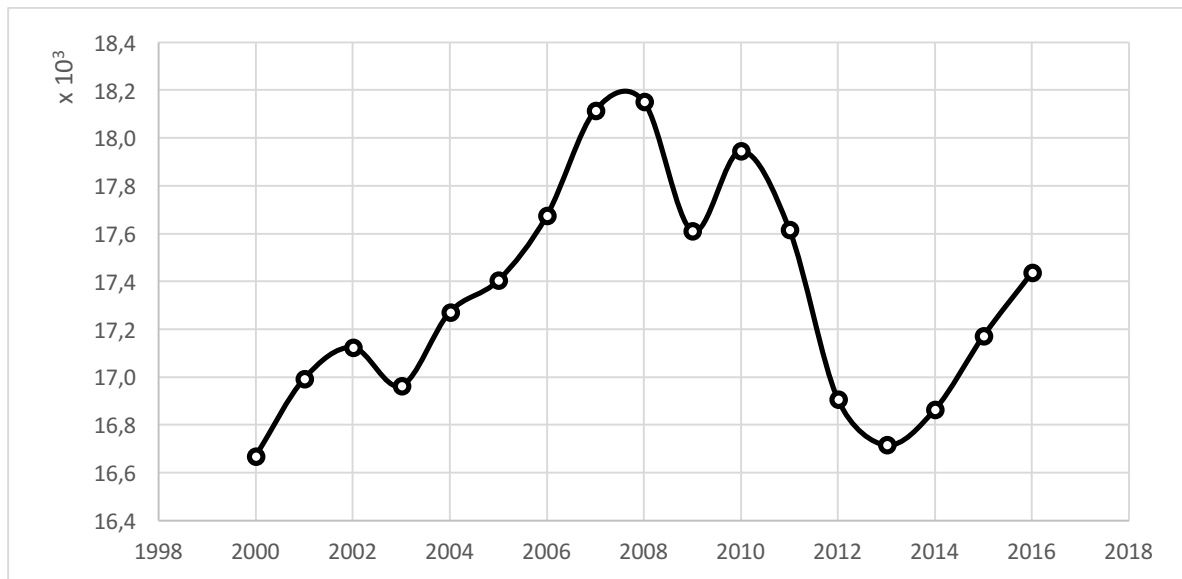
É de salientar que a taxa de desemprego aumentou de 8,7% em 2010 para 16,2% em 2013 e a dívida pública passou de 68% do PIB em 2007 para 129% do PIB em 2013. Apesar de estarmos perante um cenário negativo, o balanço da conta corrente apresentou melhorias, saindo de um défice de 9,7% de 2007 para um superavit de 1,4% em 2013 devido, essencialmente ao aumento das exportações e a uma acentuada compressão das importações.

Segundo Oliver e Pedro (2017) em 2013 Portugal estava em muitos aspetos pior que em 2007, efeito esse do aumento da taxa de desemprego, e dos níveis mais altos de dívida pública.

Após três anos consecutivos de recessão, a economia portuguesa começou então a evidenciar sinais de crescimento com a melhoria do consumo privado, do investimento e do crescimento das exportações, sendo 2014 um ano de referência devido ao término do Programa de Assistência Económica e Financeira

Até aos dias de hoje, o PIB português continua em crescimento, ainda que muito ténue.

Figura 1: PIB a preços constantes de 2000 até 2016



Fontes de Dados: INE | BP - Contas Nacionais Anuais (Base 2011)

Através da figura 1, observamos que após um longo período de crescimento do PIB (de 2005 até 2007), em meados de 2008 houve uma drástica diminuição, período este que coincide com a contração da economia. Contudo, contrariamente as expectativas, analisamos pelo gráfico que, o PIB após esse ano aumentou, atingindo em 2010 o segundo pico mais alto. Após 2010, conferimos que o PIB tem uma tendência decrescente, obtendo os valores mais baixos em meados de 2013. É em 2014 que voltamos a ver um ponto de viragem, e o PIB português começa a crescer até aos dias de hoje.

Uma faceta desta crise económico e financeira portuguesa, com impacto direto e imediato nas empresas e, particularmente, nas PME's tem a ver com as restrições do crédito bancário.

A tabela 1 ilustra o processo de desalavancagem que tem vindo a ser levado a cabo nos anos mais recentes, acentuado pelo programa de assistência financeira a Portugal.

Tabela 1: Montantes de Empréstimos Concedidos a Sociedades Não Financeiras / Unidade: Milhões de euros (valores nominais)

Ano	Empréstimos Concedidos a empresas não financeiras
2016	77983
2015	82389
2014	86092
2013	91832
2012	98846
2011	107282
2010	111532
2009	113973
2008	112246
2007	101853
2006	92010
2005	85725
2004	81625
2003	80765
2002	78896

Fonte: BP Stat/ Series Cronológicas/ Endividamento do Setor Não Financeiro

Como podemos verificar através da tabela acima exposta, de 2002 até 2009 houve um aumento da cedência de crédito. Em 2009 foi o ano em que se verificou uma maior disponibilidade por parte das instituições bancárias para concederem empréstimos às empresas não financeiras em cerca de 113973 milhões de euros. Desde a recente crise a tendência inverte-se sendo a concessão de crédito decrescente até atingir o seu mínimo em 2016.

Os dados evidenciam uma drástica redução na concessão de crédito às empresas após o colapso económico por parte das instituições financeiras portuguesas, quando confrontadas com a necessidade de reforçar os níveis de solvabilidade para cumprir as exigências do BCE. Além disso, hoje em dia as garantias exigidas por parte dos bancos para concederem crédito são muito mais rigorosas o que leva a crer que, mesmo que as instituições bancárias estivessem dispostas a conceder crédito, as empresas poderiam não ter as garantias as suficientes para fazer face aos empréstimos.

Atualmente são visíveis as consequências nefastas que a crise mundial trouxe para a economia, em particular para os agentes económicos empresas e famílias. Davis e Stone (2014) arguíram que o declínio no investimento está altamente relacionado com o rácio da dívida de capital após crises

financeiras. O aumento da incerteza e da desconfiança por parte das instituições de crédito levaram-nas a uma redução na oferta de crédito, e visto que uma das principais fontes de financiamento das empresas é o financiamento bancário, a falta do mesmo leva a um desempenho operacional negativo das empresas. Lawless et al. (2015) estudaram o efeito do excesso de dívida sobre o desempenho das PME's num cenário pós-crise e mostraram que o excesso de dívida efetivamente exerce pressão sobre as próprias empresas tendo um resultado negativo na performance das mesmas, em particular, em empresas e setores mais dependentes do financiamento externo indireto, dado que após crise há uma disponibilidade menor por parte das instituições bancárias em conceder crédito bancário. Posto isto, é fácil de entender a relação entre o colapso económico, devastação do PIB português e diminuição da cedência de crédito.

2.2 As PME's Portuguesas

A espinha dorsal da atividade económica desenvolvida na Europa são as pequenas e médias empresas, que constituem cerca de 99% da economia europeia e contribuem para dois em cada três postos de trabalho no setor privado, mais surpreendente, nove em cada dez PME's na Europa são microempresas com menos de dez trabalhadores (Comissão Europeia, 2013).

Segundo o Instituto Nacional de Estatística (INE), em 2015 as PME's representavam cerca de 99,9% do tecido empresarial português sendo fundamentais para a criação de riqueza, emprego, desenvolvimento e as principais responsáveis pelo crescimento económico (Tewari et al. 2013). As estatísticas do INE relativas às empresas não financeiras portuguesas em 2014 apontavam para cerca de 1 127 317 empresas, mais 2,7% do que as existentes em 2013. Além disso, as PME's não financeiras representavam a esmagadora maioria das empresas portuguesas, eram cerca de 1 126 344, enquanto que apenas 973 eram consideradas empresas de grande dimensão. Ademais, o INE advertiu que as PME's em 2014 foram as responsáveis por 80% do emprego total de todas as empresas não financeiras e que, contribuíram para mais de 60% do valor acrescentado bruto (VAB).

Um estudo publicado pelo Banco de Portugal afirma que, apesar das pequenas e médias empresas representarem maioritariamente o tecido empresarial português, são ainda as grandes empresas que geram uma maior parcela de volume de negócios. Ademais, verificou-se através do mesmo que são as empresas de maior dimensão as que registam a rentabilidade mais elevada. Todavia, as PME's têm evidenciado um crescimento mais elevado.

O conceito de PME é determinado com terminologia distinta, dependendo do país ou da instituição que informa as suas características e, os critérios quantitativos que constituem uma micro,

pequena ou média empresa variam de acordo com a economia do país e com as características do setor empresarial em que se inserem. O elemento comum na maioria das economias é o número de empregados que geralmente é combinado com outros determinantes, tais como, volume de negócios, receitas, entre outros fatores significativos.

De acordo com o Decreto-Lei n°372/2007, de 6 de novembro e da Recomendação da Comissão Europeia 2003/361 de 6 de maio de 2003 as PME's são definidas como:

- **média empresa** é uma empresa que emprega menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros;
- **pequena empresa** é uma empresa que emprega menos de 40 pessoas e cujo volume de negócios ou balanço total anual não excede 10 milhões de euros;
- **micro empresa** é uma empresa que emprega menos de 10 pessoas e cujo volume de negócios ou balanço total anual não excede 2 milhões de euros.

Tabela 2: Empresas Portuguesas, Total e por Dimensão

Anos/Dimensão	Total	PME's	Grandes
2004	1 115 456	1 114 354	1 102
2005	1 151 610	1 150 515	1 095
2006	1 172 219	1 171 093	1 126
2007	1 234 633	1 233 432	1 201
2008	1 261 452	1 260 302	1 150
2009	1 223 578	1 222 488	1 090
2010	1 168 265	1 167 168	1 097
2011	1 136 256	1 135 153	1 103
2012	1 086 915	1 085 894	1 021
2013	1 119 447	1 118 427	1 020
2014	1 147 154	1 146 119	1 035
2015	1 181 406	1 180 331	1 075

Fonte de Dados: INE - Sistema de Contas Integradas das Empresas

Como podemos examinar o mercado português é composto na sua maioria por PME's, como evidência a tabela 2 acima exposta. O ano em que existiu uma maior afluência de empresas foi em 2008, a partir do colapso económico houve uma diminuição no do número de empresas, quer micro, pequenas, médias ou grandes. O número mais baixo de PME's em Portugal foi em 2012, no entanto, até aos dias de hoje tem aumentado. Relativamente às grandes empresas, apuramos que, o pico foi também em 2012, contudo, a tendência inverteu-se e só em 2011 é que grandes empresas começaram a aumentar a um ritmo constante.

A tabela acima exposta mostra também que desde 2004 até 2015 o mercado português é composto maioritariamente por PME's.

2.3 Indústria Têxtil e do Vestuário: Breve retrato

Hoje em dia, o setor têxtil e do vestuário é caracterizado por ser uma das indústrias com maior crescimento em Portugal, constituindo uma base fundamental na indústria transformadora europeia e, desempenhando um papel crucial na economia nacional. O peso na economia portuguesa deste setor evoluiu desde o início da crise económica, contudo, continua a ter quase metade do peso que tinha em meados dos anos 1990. A principal quebra fez-se sentir entre 1997 e 2005, período que coincidiu com a entrada da China para a Organização Mundial de Comércio (OMC), assim como alargamento da União Europeia a leste. O setor têxtil e do vestuário apresenta vantagens comparativas relacionadas com a capacidade de produzir projetos que capturam gostos e tendências e, por terem a capacidade de influenciar gostos e preferências. Este setor está maioritariamente concentrado a norte do país, englobando a maioria das microempresas existentes nas regiões norte.

No cômputo geral, as exportações relativas a este setor apresentaram, no 4º trimestre de 2016, 9,6% das exportações totais. É de ressaltar que só a quota de exportações de vestuário corresponderam a cerca de 5,9%. Espanha, França, Alemanha, e Reino Unido são os países que importam maioritariamente produtos deste setor.

2.4 Estrutura de Capitais

Para que as empresas possam satisfazer as suas necessidades financeiras, têm de recorrer quer ao financiamento próprio, quer ao financiamento alheio. Deste modo, para se saber qual a proporção de capital a utilizar, desenvolveu-se várias teorias com o intuito de se obter a combinação ótima de capital próprio e alheio que maximiza o valor da empresa e, se o valor da empresa efetivamente é influenciado pela forma como esta é financiada. A estrutura de capital é assim um dos aspetos mais estudados no

contexto das finanças empresariais, desde o clássico trabalho de Modigliani e Miller (1958) até aos dias de hoje. Entende-se por estrutura de capitais a quantidade de capital próprio e de terceiros envolvidos na composição de uma empresa. A tomada de decisões de financiamento pretende atingir uma estrutura ótima de capital, ou seja, alcançar um rácio de endividamento que permita minimizar o custo médio do capital das empresas e, conseqüentemente maximizar o seu valor.

De acordo com o primeiro trabalho de Modigliani e Miller (1958), sob determinadas hipóteses, em particular a ausência de impostos, a estrutura de capital de uma empresa é irrelevante na determinação do seu valor, isto é, o valor da empresa é ditado apenas pelas decisões de investimento não variando com a sua política de financiamento. Por outras palavras, o que determina a atratividade de um investimento é a sua rentabilidade e o risco associado à decisão. Estes autores afirmam que as decisões de investimento são alheias à origem dos fundos necessários para o investimento, ou seja, é indiferente a forma de onde advêm o capital que necessitam para se financiarem, seja ele próprio ou alheio. Assim, para estes autores não há custos de transação nem impostos e todos os intervenientes no mercado de capitais têm acesso às mesmas informações a custo zero. Modigliani e Miller (1958) também argüiram que duas empresas iguais possuem o mesmo valor de mercado, independente de sua estrutura de capitais sendo que o fator mais relevante é a decisão de investimento.

Posteriormente, os autores revogaram a anterior preposição da irrelevância da estrutura de capital das empresas, constatando que os benefícios fiscais associados ao endividamento são maiores do que o inicialmente tinham previsto, dando assim ênfase à decisão de financiamento por capital alheio, ao demonstrarem que a dívida pode gerar benefícios para as empresas, embora tenha também custos, como os custos de falência. Modigliani e Miller (1963) chegaram então à conclusão que as considerações do seu primeiro estudo estavam enviesadas considerando que o valor da empresa aumenta à medida que o capital alheio aumenta a sua proporção na estrutura de capitais. Assim, demonstraram que os impostos têm impacto na estrutura de capitais uma vez que os custos da utilização dos capitais alheios ao invés dos capitais próprios poderão proporcionar benefícios fiscais decorrentes da possibilidade de dedução de pagamento dos juros aos lucros tributáveis. Os benefícios fiscais resultam da multiplicação dos juros resultantes do endividamento pela taxa de imposto que a empresa paga, havendo poupança fiscal. Para estes dois autores há uma vantagem fiscal significativa na utilização de capitais alheios, encorajando e induzindo as empresas a recorrerem ao capital alheio. Assim, os autores demonstram que um maior nível de endividamento faz aumentar o valor da empresa. Contudo, os mesmos advertem que o financiamento da empresa não deve ser feito exclusivamente através de capitais alheios, isto porque, podem incorrer de uma inflexibilidade na sua gestão assim como imperfeições no mercado

podem condicionar o financiamento externo.

Desde a conclusão destes autores, registou-se uma vasta investigação sobre a estrutura de capital das empresas, quer em termos teóricos quer empíricos sendo as mais utilizadas, a teoria de *trade-off* e a *pecking order*.

A teoria de *trade-off* elaborada por Myers (1984) assenta no pressuposto de que o endividamento traz vantagens para a empresa através de benefícios fiscais, contudo, origina custos interligados com a falência da empresa e problemas de agência, problemas estes que se traduzem em custos que se caracterizam pela existência de assimetrias de informação entre os acionistas e gestores e entre os acionistas e investidores. Assim, as empresas tendem a escolher o nível ótimo de dívida tendo em consideração o *trade-off* entre os benefícios e os custos de insolvência financeira. Os benefícios da dívida incluem a dedução nos impostos das despesas incorridas com juros e a redução dos custos de agência decorrentes do excedente de cash-flows livres. Por sua vez, os custos da dívida referem-se sobretudo a custos de falência, quer diretos (gastos administrativos) quer indiretos (lucros, vendas perdidas, impossibilidade de concessão de novos créditos). A combinação dos custos e dos benefícios resulta então na existência de um rácio de endividamento que maximiza o valor da empresa, financiando-se com dívida até ao ponto em que o benefício marginal de valor proporcionado pelas poupanças fiscais relutantes do aumento da dívida, igualam os custos marginais de falência como os custos de agência (António e Bonfim 2008).

Myers e Majluf (1984) desenvolveram a teoria de *pecking order* argumentando que a estrutura de capital se traduz ao nível de decisões ótimas entre as fontes de financiamento visando a minimização dos custos originados pela assimetria de informação. Ademais, as empresas seguem uma sequência hierárquica no uso de diferentes fontes de financiamento para estabelecerem a sua estrutura de capitais.

De acordo com esta corrente, as empresas primeiro recorrem aos seus fundos internos (autofinanciamento) de forma a financiarem a sua atividade e investimento, evitando assim problemas de seleção adversa, ou seja, as empresas deverão tentar evitar dificuldades relacionadas com as assimetrias de informação que poderão resultar do facto do mercado estar a avaliar incorretamente os títulos, subavaliando ou sobreavaliando-os e só depois, se necessário, é que deverão recorrer ao capital alheio, optando em primeiro lugar pelo crédito e em último recurso a emissão de títulos de dívida. E ainda, a emissão de ações deve apenas ocorrer quando a capacidade de obtenção de dívida estiver limitada.

Segundo este pressuposto, as empresas preferencialmente autofinanciam-se, ajustando a sua política de dividendos às oportunidades de investimento. Assim, os pressupostos da teoria de *pecking*

order defendem que as empresas com maiores níveis de rendibilidade são as que tendem a ter um menor nível de capital alheio uma vez que os fluxos gerados internamente são suficientes para financiar os seus investimentos.

Estas teorias identificaram os aspetos importantes para a estrutura de capitais das empresas e, não tardou em serem desenvolvidos novos conceitos relativamente às decisões sobre a estrutura de capital das empresas.

A teoria de *Equity Market Timing* desenvolvida por Baker e Wurgler (2002) é um exemplo de uma nova linha de pensamento associada à estrutura de capitais onde os autores analisam em que medida o mercado de capitais influencia a forma como as empresas tomam decisões acerca da estrutura de capitais. Baker e Wurgler (2002) defendem que a estrutura de capitais de uma empresa é o resultado cumulativo de tentativas de aproveitar as flutuações temporárias do mercado de capitais, dado que os gestores emitem ações quando estas se encontram a preços elevados (sobreavaliados) e recompram quando estão a preços baixos (subavaliadas). Assim, estes autores fazem depender da evolução do mercado as decisões dos gestores sobre as suas estruturas financeiras, refutando a teoria de *pecking order*.

Podemos concluir que, há diversas teorias sobre a estrutura de capitais e que todas elas chegam a conclusões distintas, o que leva a Myers (2001) afirmar que “não existe uma teoria universal da escolha de endividamento, e não há razão para esperar uma” sugerindo que existem várias correntes possíveis sobre a estrutura de capitais. Por sua vez, Ang (1991, 1992) considera que a teoria financeira moderna não foi desenvolvida para ser aplicada às PME's, argumentando que nenhuma teoria financeira é capaz de explicar as decisões de estrutura de capital deste tipo de empresas.

2.5 Estrutura de Capitais das PME's Portuguesas

É notável a importância dada às decisões de estrutura de capital para as empresas portuguesas, uma vez que é esta combinação de capital que maximiza o valor da empresa. Há uma vasta informação na literatura sobre estudos relacionados com a forma como as empresas utilizam o seu capital próprio e o de terceiros, de forma a financiar os seus ativos.

Segundo um estudo feito para as empresas portuguesas Antão e Bonfim (2008) sugerem que os bancos são os principais responsáveis pela dívida de longo prazo assumida por parte das empresas não financeiras. Os resultados da investigação submeteram para a concordância da teoria de *pecking order* uma vez que chegaram à conclusão que as empresas com maior capacidade para se financiarem internamente são as que menos procuram financiamento externo. No entanto, os resultados que

obtiveram com a investigação estão também em consenso com a teoria de *trade-off* dado que foi possível observar um forte ajustamento para um rácio ótimo de endividamento.

Novo e Vieira (2010) ao investigarem a estrutura de capitais das PME's portuguesas, encontraram evidência de que à medida que aumenta a capacidade de autofinanciamento da empresa, via maior rendibilidade, menos as empresas recorrem ao endividamento, entrando também em concordância com a teoria de *pecking order*.

Serrasqueiro et al. (2011) analisaram se a estrutura de propriedade é um aspeto determinante na escolha de estrutura de capital das empresas, com base em duas sub-amostras de PME's, familiares e não familiares. A evidência empírica obtida neste estudo sugere que as empresas familiares têm a possibilidade de atingir os seus rácios da dívida de curto e longo prazo, comprovando os pressupostos da teoria *trade-off*. No que concerne às empresas não familiares, quando o financiamento interno é insuficiente para fazer face às necessidades de investimento, as empresas tendem a financiar-se através de fundos externos, o que entra em concordância com a teoria de *pecking order*.

Serrasqueiro e Caetano (2012) com base numa amostra de PME's localizadas na região interior de Portugal para o período compreendido entre 1998 e 2005, testaram se as decisões de estrutura de capital das PME's estão mais próximas dos pressupostos assentes na teoria de *trade-off* ou de *pecking order*. As autoras concluíram que ambas as teorias não são mutuamente exclusivas para explicar as decisões de estrutura de capital das PME's isto porque as PME's mais rentáveis e mais antigas recorrem menos à dívida, o que corrobora com os fundamentos da teoria de *pecking order*. Contudo, as PME's de maior dimensão recorrem mais a dívida, testemunhando as previsões da teoria de *trade-off* e de *pecking order*. Além disso, as PME's ajustam o seu nível atual da dívida para o rácio da dívida ideal, argumento este usado na teoria de *trade-off*.

Vieira (2013) na sua investigação sobre os fatores críticos para definição de estrutura de capitais das empresas portuguesas cotadas, encontrou evidência de que as empresas tendem a maximizar o rácio de endividamento ótimo o que sustenta a teoria de *trade-off*. Assim, a teoria de *trade-off* e de *pecking order* são as que mais se assemelham à estrutura de capitais das empresas portuguesas.

Assim, podemos concluir que através dos resultados das investigações feitas para as PME's portuguesas as teorias que explicam a estrutura de capitais das empresas portuguesas seguem os pressupostos das correntes de *pecking order* e da teoria de *trade-off*.

2.6 Formas de Financiamento das PME's

Relativamente à estrutura de capitais das PME's, é notável a forte concentração no recurso ao financiamento externo como forma de financiar a atividade empresarial. O financiamento é essencial para as empresas se poderem expandir, no entanto, muitas empresas não têm capacidade para se financiarem através dos recursos que geram, sendo assim necessário recorrerem a fontes de financiamento a um custo razoável. É assim importante distinguir dois tipos de financiamento, o interno e o externo.

As empresas financiam-se internamente através de capitais próprios, por autofinanciamento, isto é, pela retenção dos lucros obtidos. McMahon et al. (1993) sugere que, nas empresas em geral, mas em particular nas PME's, o autofinanciamento é insuficiente para cobrir as necessidades de fundo de maneo e de investimento, pelo que, a empresa para fazer face às suas necessidades precisa de recorrer a fontes de financiamento externo alternativas.

Por sua vez, o financiamento externo, é quando as empresas se financiam através de capital alheio, sendo as formas mais comuns através de crédito comercial, crédito bancário e mercado de capitais. O financiamento bancário é segundo Myers (1984) a principal fonte de financiamento por capital alheio nas empresas de pequena dimensão e denomina-se por financiamento externo indireto. Contudo, para que o financiamento bancário seja uma opção viável para a empresa, é necessário que a empresa contenha uma quantidade aceitável de ativos tangíveis e de fundos acumulados, isto porque, a instituição bancária em troca exige garantias sobre o património pessoal do empresário ou da empresa.

O crédito comercial é a fonte de financiamento alternativa ao crédito bancário mais comum e é concedido pelo adiamento da cobrança da dívida da empresa. É normalmente uma forma de financiamento de curto prazo proporcionada pelos fornecedores aos seus clientes sem intermediação financeira. Por outras palavras, o crédito comercial consiste numa forma de financiamento em que as empresas atuam como fornecedoras de crédito a outras empresas, que são suas clientes, de modo a adiar a cobrança dos montantes em dívida.

No que concerne ao mercado de capitais ou bolsa de valores, este é um sistema de distribuição de valores mobiliários que visa proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. No mercado de capitais, os principais títulos negociados são os representativos do capital de empresas, as ações.

No entanto, Barth et al. (2011) verificaram que os mercados de capitais não são um mecanismo importante para as PME's acederem ao capital alheio, isto porque, o mercado de capitais não tem a capacidade para obter informações acerca das empresas, sendo necessário ter sempre informação

quantitativa e qualitativa atualizada. Assim, a maioria das PME's não têm requisitos suficientes para obter a cotação do mercado (Serrasqueiro et al. 2011).

Quer o mercado de capitais quer o recurso ao crédito comercial são fontes de financiamento usadas nas empresas com maior poder de mercado (Vieira et al. 2013).

Desta forma, uma faceta da recente crise económica e financeira portuguesa, com impacto direto e imediato nas empresas, particularmente, nas PME's portuguesas tem a ver com o acréscimo das necessidades de financiamento externo e, como consequência à crise de crédito, o aumento das restrições do crédito bancário. O endividamento das empresas portuguesas aumentou substancialmente durante o período posterior à adesão ao Euro, o que em parte pode ser explicado pela diminuição das taxas de juro associada ao processo de convergência para a União Monetária (UM).

O aumento do rácio dívida/PIB das sociedades não financeiras portuguesas foi um dos maiores entre os países europeus no período considerado (Antão e Bonfim, 2008).

Na tabela seguinte pode-se analisar as diferentes componentes que compõem o financiamento externo e a sua evolução ao longo dos anos.

Tabela 3: Estrutura de Financiamento das Sociedades não Financeiras Portuguesas / Contas Nacionais Financeiras/Unidades: 105

	Empréstimos	Títulos de dívida	Crédito Comercial	Dívida Total em % PIB
2007	154401,44	23907,43	64002,06	138,09
2008	168244,91	28853,26	-	146,48
2009	172853,48	29359,56	-	151,53
2010	178930,65	31172,62	-	153,23
2011	180406,44	30720,05	63182,53	155,71
2012	192203,77	34585,08	60854,22	170,81
2013	181286,49	37711,33	59454,08	163,54
2014	178214,06	33396,43	60966,13	157,49
2015	174243,73	33164,15	60710,24	149,37

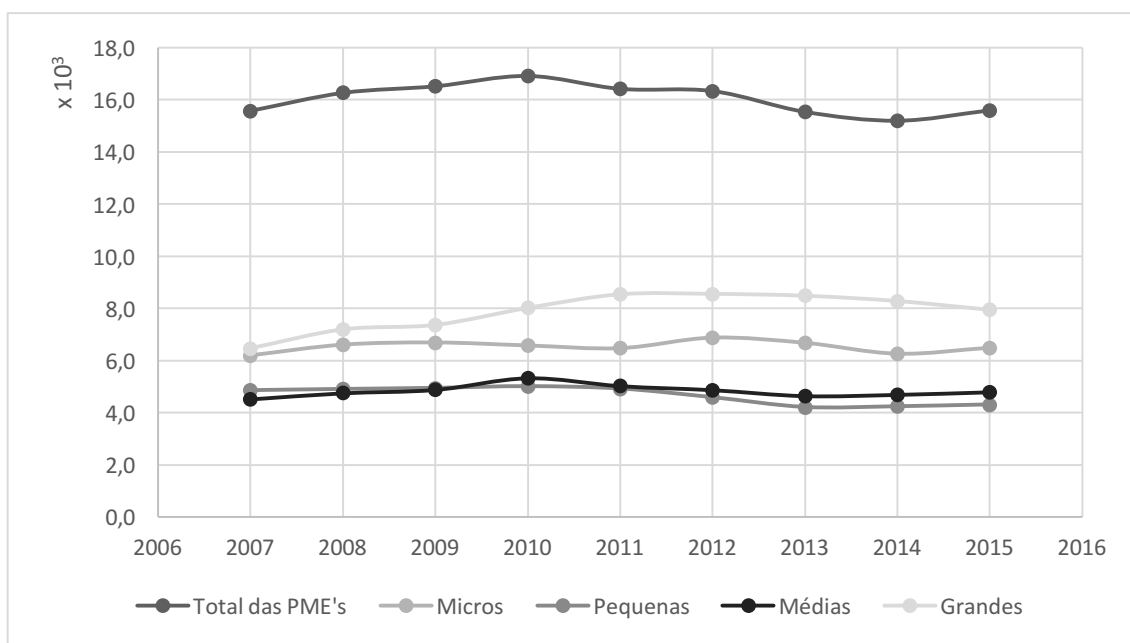
Fonte: Eurostat (Contas Nacionais Financeiras) / Valores não consolidados em %

Como podemos verificar, as empresas não financeiras recorrem maioritariamente aos empréstimos bancários, pois os empréstimos são a parcela onde a dívida é maior quando comparamos com os títulos de dívida e o crédito comercial. Em 2012, foi o ano em que o valor em empréstimos foi mais elevado. De 2012 em diante, a dívida relativa a empréstimos é cada vez menor, facto que pode ser explicado pelo aperto na cedência de crédito. Conseguimos analisar ainda que, após o recurso aos

empréstimos, as empresas, em geral, recorrem ao crédito comercial e só no fim aos títulos de dívida. O recurso ao crédito comercial foi substancialmente maior em 2007, com tendência a diminuir até 2013. Quanto aos títulos de dívida, o processo é inverso, isto é, as empresas em 2007 financiavam-se menos através dos títulos de dívida, sendo um processo crescente até 2013, onde apresenta o pico de dívida mais alto. A dívida em percentagem do PIB patenteia o valor mais elevado em 2012, o que se justifica pelo facto dos empréstimos, nesse ano, serem excessivamente altos, sendo a parcela que mais contribui para a percentagem mais elevada.

O endividamento das empresas pode ser visto como um aspeto positivo da sua gestão, uma vez que, o recurso ao crédito permite que as empresas concretizem oportunidades de investimento, as quais ficariam adiadas, podendo mesmo deixar de ser interessantes em momentos posteriores e, por outro lado, considerando que para baixos níveis de endividamento, o custo do capital alheio é inferior ao custo do capital próprio, a utilização de capital alheio na estrutura de capital faz baixar o custo médio do capital (Ferrão, 2012).

Gráfico 1: Endividamento das sociedades não financeiras privadas por dimensão



Fonte: PORDATA (milhões de euros?)

Como podemos observar, se analisarmos o endividamento das empresas por dimensão, verificamos que, as grandes empresas recorrem mais ao financiamento alheio quando as comparamos com as micros, pequenas e médias empresas, este fenómeno pode ser explicado pelo facto dos bancos comerciais fornecerem crédito às empresas que lhes aprovisionem maiores garantias de retorno do

capital e devido ao maior volume de negócios deste tipo de empresas. As médias e as pequenas empresas confrontam-se ambas com uma necessidade similar de endividamento ao longo dos anos. No entanto, quando analisamos as PME's como um todo, verificamos que o endividamento total das mesmas é superior ao das grandes empresas o pode ser fundamentado pela falta de capital próprio das mesmas e a necessidade de recorrer a capital alheio para poderem financiar as suas atividades e investimentos.

2.7 O financiamento externo e as restrições na oferta de crédito

Um dos fatores mais importantes para o crescimento económico em Portugal é a capacidade empresarial, que engloba investimento e a necessidade de financiamento. Todavia, um dos efeitos colaterais da recente crise económica e financeira, foi o aumento da contração de crédito. As condições de mercado são determinantes para a formação das expectativas empresariais e para o processo de tomada de decisão sobre projetos de investimento e, um dos efeitos do aumento da incerteza sobre o futuro da economia portuguesa traduziu-se numa restrição global do nível de investimento devido essencialmente à limitação por parte das instituições bancárias na concessão de crédito.

As PME's são entidades pequenas, muitas vezes com capital próprio muito escasso, cujo acesso ao mercado de capitais é geralmente limitado e, uma vez que nem todos os empreendedores podem financiar com recursos próprios os seus negócios, a forma de financiamento mais recorrente na economia nacional para este tipo de empresas acaba por ser o recurso ao capital alheio, em particular, ao crédito bancário. Além disso, o financiamento via mercado de capitais raramente é uma opção para as PME's que dependem em grande medida de empréstimos bancários para se financiarem. Do mesmo modo, as PME's dos países mais atingidos pela recessão e pelo desemprego são os que mais lutam no acesso ao crédito bancário, representando o financiamento um dos desafios mais importantes para as PME's.

Existem inúmeros estudos empíricos que têm como objetivo estudar os constrangimentos do financiamento das empresas, argumentando que as pequenas e médias empresas são financeiramente mais limitadas do que as grandes empresas e, que são menos propensas ao acesso ao crédito.

Para fazer face à crise que se alastrou, as instituições bancárias tiveram que vender os seus ativos e diminuir a quantidade de empréstimos que concediam de forma reduzirem o balanço para cumprir os rácios de capital mais rigorosos impostos pelo BCE. Contudo, o excesso de dívida do mercado também foi propício a exercer pressão sobre as empresas diminuindo assim o incentivo para investir e consequentemente, procurar crédito. Assim, o excesso de dívida tanto reduziu o incentivo de investir por

parte dos novos empresários como também fez diminuir a disponibilidade das instituições bancárias em concederem crédito a uma empresa com passivos consideráveis. (Lawless et al. 2015)

Para Iyer et al. (2010) os bancos que dependem mais de empréstimos bancários antes da crise são os que mais diminuem a oferta de crédito durante o período de crise. Em termos de magnitudes económicas, os autores concluíram que, um aumento de 10% nos empréstimos bancários anteriores a crise leva a uma redução de 4% na disponibilidade de conceder crédito durante a crise. Assim, o acesso ao crédito por novos empresários é agravado pela falta de liquidez bancária e, esta inexistência de liquidez é maior para os bancos com maior insolvência. Além disso, a redução da oferta de crédito é maior para as empresas mais jovens de menor dimensão. As empresas jovens de menor dimensão normalmente têm dificuldade em obter outras fontes de financiamento, essencialmente porque são mais opacas e têm uma relação mais fraca com as instituições bancárias existentes. Através deste estudo podemos concluir que o fator dimensão é uma característica determinística para avaliar se o banco concede ou não crédito e, assim verificamos que é uma variável essencial para estudar a performance das PME's.

Assim, nos mercados financeiros, as assimetrias de informação representam uma barreira crucial para o acesso ao financiamento. As empresas que são tipicamente mais afetadas por essas imperfeições de mercado são pequenas empresas, visto que, as suas informações internas podem ser bastante opacas ou, pelo menos, não tão públicas quando comparadas com as grandes empresas.

Deste modo, Beck et al. (2005) arguíram que as empresas de menor dimensão que procuram pequenos empréstimos enfrentam custos de transação mais elevados e prémios de risco mais altos, uma vez que não possuem informações tão claras e têm menos garantias a oferecer, o que leva a crer que as dificuldades no acesso ao crédito surgem essencialmente devido à fragilidade financeira das PME's e à opacidade legal de informação destas perante os credores. A opacidade informacional de uma empresa e a sua performance económico-financeira são assim duas das condições fundamentais para a obtenção de um empréstimo bancário (Matias et al., 2010). A disponibilidade de conceder um crédito por parte de uma instituição bancária depende evidentemente da fiabilidade das informações que detêm sobre a empresa, certificando-se que esta utiliza os fundos de forma eficiente e, quanto menor for a empresa, menos credível é a informação que o banco dispõe sobre a mesma. A importância relativa das informações e as suas assimetrias mudam de acordo com as características dos candidatos aos empréstimos. Neste sentido, tem-se argumentado que as PME's sofrem de restrições financeiras e racionamento de crédito porque os empréstimos para as pequenas empresas, geralmente envolvem

assimetrias de informação mais elevadas, uma vez que as informações que o banco possui sobre as PME's são menos auditadas relativamente às grandes empresas (Lorandini, 2011).

Segundo Segarra e Teruel (2009) as PME's que estão subcapitalizadas enfrentam maiores barreiras ao tentarem aceder ao financiamento externo, em particular, a empréstimos bancários de longo prazo. Um dos pontos fracos das PME's é a sua grande dependência dos empréstimos bancários, dado que as coloca sob pressão quando os bancos apertam as condições de crédito. Além do endurecimento dos padrões de crédito em geral, outro problema é a discrepância entre os custos de empréstimos das PME's em relação aos das grandes empresas, que se ampliou significativamente com a crise (Kaya 2014).

Campello et al. (2010) também mostraram que as empresas de facto enfrentaram maiores restrições na obtenção de crédito aquando a crise global financeira de 2008. Além disso, evidenciaram que as empresas que enfrentaram maiores restrições na concessão de crédito, foram obrigadas a cortar no investimento, tecnologia, marketing e emprego e, quase 90% das empresas interrogadas afirmam que as restrições de crédito limitaram o investimento em projetos atraentes, e que mais de metade das empresas foram forçadas a cancelar investimentos valiosos por não gozarem de capital suficiente.

Além destes autores, Lee et al. (2014) num estudo feito para as PME's do Reino Unido revigoram esta noção de que as restrições de crédito dificultam o desempenho das empresas argumentando que a falta de financiamento é problemática na medida em que impede que as empresas inovadoras possam aceder ao capital de que necessitam para trazer produtos e processos inovadores para o mercado, crescer e criar emprego. Evidenciam ainda que, as PME's inovadoras em comparação com as grandes empresas enfrentaram maiores dificuldades na concessão de crédito após a crise financeira que se fez sentir.

Assim, os resultados destacam o facto das empresas com pouca capacidade relativa de obter alavancagem sofrerem com seu acesso limitado à dívida de longo prazo, o que, por sua vez, tem um impacto negativo na performance da empresa. (Segarra e Teruel; 2009)

2.8 Os determinantes da Performance das PME's

A crise económica acarretou para toda a economia um conjunto de efeitos perniciosos que se repercutiram de forma muito evidente na performance das empresas, com maior incisividade sobre as PME's. Na literatura é visível a importância dada ao financiamento quando nos referimos ao crescimento económico das PME's, havendo várias investigações empíricas que analisam a relação entre o acesso ao financiamento e a performance das empresas.

Lawless et al. (2015) num estudo sobre o impacto do excesso de dívida sobre o desempenho das PME's num cenário pós-crise constataram que os encargos de dívida mais elevados têm efeitos negativos no desempenho das empresas, em particular, sobre o investimento, o emprego e agravam os indicadores de dificuldades financeiras.

As imperfeições de mercado e as fraquezas institucionais impedem o crescimento das PME's, justificando assim, intervenções governamentais (Beck e Demirguc-Kunt ;2006). Assim, o fraco ambiente de negócios afeta o desenvolvimento das PME's na medida em que as restrições e imperfeições de mercado tendem a diminuir a concorrência e conseqüentemente a retardar o crescimento das empresas, isto é, quanto maior forem os custos de entrada de uma empresa, mais lento será o crescimento das empresas que aí se desenvolvam. Além disso, as empresas são mais propensas a formarem-se em países com melhor acesso ao financiamento externo e com melhor proteção dos seus investidores, enfrentando assim menos obstáculos para o crescimento das empresas em países com setores financeiros mais desenvolvidos (Demirguc-Kunt et al. 2004). Djankov et al. (2005) fornecem evidências de que o ambiente de negócios é uma condição fulcral quando nos referimos à performance das empresas. Para estes autores, a percepção da atitude de corrupção, os regulamentos de entrada no mercado, entre outras condições relativas às políticas governamentais são essenciais para a decisão de se tornar um empreendedor. Ayyagari et al. (2005) subscrevem o que já foi escrito, sugerindo que o financiamento, a criminalidade e a instabilidade política são os únicos fatores que têm um impacto direto sobre o crescimento das empresas dando ênfase ao papel do ambiente de negócios como fator determinístico na performance das empresas. Neste sentido, Demirguc-kunt e Maksimovic (1998) mostram que as empresas de países com instituições financeiras desenvolvidas e sistemas jurídicos eficientes obtêm mais financiamento do que as empresas com instituições financeiras menos desenvolvidas. Beck et al. (2005) num estudo cujo objetivo principal era averiguar se os obstáculos financeiros e a corrupção afetam o desempenho das empresas bem como se este efeito varia para empresas de diferentes dimensões concluíram que realmente as barreiras financeiras e a corrupção influenciam negativamente a performance das empresas e, que o desempenho é afetado consoante a dimensão da firma, sendo as PME's as que enfrentam maiores obstáculos financeiros e de corrupção quando as equiparamos com as grandes empresas. Os autores também sugerem que seriam as pequenas e médias empresas as que mais beneficiariam de uma melhoria no desenvolvimento financeiro e consecutivamente na redução da corrupção. As conclusões dos referidos autores reforçam a teoria das finanças corporativas que sugere que as imperfeições de mercado restringem a capacidade das empresas para financiar projetos de investimento.

Assim, um dos fatores que poderá determinar a performance das PME's é o acesso ao financiamento externo e, em particular, o acesso ao crédito bancário. Para Wang (2016) o acesso ao financiamento é o obstáculo que mais dificulta o crescimento das pequenas e médias empresas estando interligado ao ambiente de negócios.

Há vários estudos que consideram que as PME's são financeiramente mais limitadas do que as grandes empresas na medida em que o fator dimensão é um fator decisivo para o acesso ao crédito bancário e conseqüentemente um fator crucial que poderá por obstáculos na performance das empresas. As restrições ao financiamento são uma das principais dificuldades relativamente ao crescimento das empresas, o que faz com que as mesmas não consigam atingir o seu tamanho ideal (Beck e Demirgüç-Kunt ;2006). Efetivamente há uma discriminação na concessão de crédito bancário quando estamos perante as PME's pois, as políticas de financiamento usando os ativos fixos como colaterais põem em causa a capacidade de financiamento das empresas de menor dimensão (Sun et al. 2034), sendo mais fácil para as instituições bancárias confiarem em empresas de grande dimensão não só por serem mais transparentes mas também por conseguirem oferecer mais garantias.

Por sua vez, Mcconnell e Pettit (1984) concluem que o quanto maior a empresa, maior é a capacidade de endividamento, visto que, a probabilidade da empresa ter resultados líquidos positivos no período é maior, reduzindo a incerteza em torno da possibilidade de dedução de encargos de juros sobre a dívida, a probabilidade de falência é menor e os custos relacionados com a falência são menores devido ao efeito de economias de escala e há menos problemas de assimetria de informação decorrentes da relação entre proprietários e credores. As grandes empresas apesar de exibirem uma taxa de endividamento superior, apresentam uma menor probabilidade de falência, o que acaba por ser um ponto positivo para os bancos concederem crédito.

Ramalho e Silva (2009) encontram uma relação negativa entre o rácio da dívida a médio e longo prazo e a dimensão das micro e pequenas empresas portuguesas. Esses autores justificam essa relação com base nos custos de transação, que restringem o nível de dívida de médio e longo prazo para essas empresas. Esses resultados mostram que o efeito do tamanho depende do vencimento da dívida, ou seja, dívida de curto prazo ou dívida de médio e longo prazo.

Chavis et al. (2010) durante a sua investigação mostraram que, a principal causa da desaceleração do crescimento é a falta de financiamento. Além disso, evidenciaram que, o financiamento bancário aumenta gradualmente consoante a idade da empresa. Ramalho e Silva (2009), para as microempresas portuguesas no que se refere à dívida de médio e longo prazo, e Serrasqueiro e Nunes

(2012) no que se refere à dívida de longo prazo das PME's portuguesas, identificam uma relação positiva entre a idade e o rácio da dívida.

Ademais, quando nos referimos às PME's mais jovens, o financiamento externo via crédito bancário impõem alguns problemas, pois, além da dimensão, os bancos consideram o fator idade como determinístico quando concedem um empréstimo bancário. Esta variável está diretamente relacionada com a capacidade e desenvolvimento empresarial. Contudo, apesar das instituições bancárias considerarem que as empresas mais antigas à partida terão mais solidez no negócio e por isso, mais credibilidade para concederem um empréstimo, os bancos colocam requisitos de financiamento mais exigentes, nomeadamente, através da aquisição de elementos patrimoniais de grande valor, de forma a garantir a segurança do pagamento e, desta forma, as taxas de juro aplicadas às empresas de maior dimensão serão mais favoráveis devido a este acordo que ambas estabelecem (Kim e Lee ; 2011). Segundo Petersen e Rajan (1994) as empresas mais velhas tendem a acumular ganhos retidos e, assim, requerem menos financiamento externo.

Beck et al. (2004) num estudo sobre os obstáculos ao financiamento, sugeriram que, a idade, a dimensão, e a propriedade das empresas são os principais determinantes nos obstáculos ao financiamento e, dado que, a performance das empresas é altamente influenciada pelo financiamento externo, a falta do mesmo faz com que as empresas não possam obter um nível de performance maior. Através do seu estudo, evidenciaram que as empresas de menor dimensão e as domésticas são as que têm mais dificuldades em se financiarem.

Segundo Gibrat (1931) a performance de uma empresa não está relacionada com a dimensão da mesma, isto é, as pequenas empresas não têm necessariamente maiores taxas de crescimento quando as comparamos com as grandes e vice-versa. Segundo o autor, há algumas empresas que têm a sorte de encontrar uma certa taxa de crescimento e sobreviver no mercado, enquanto que outras não. Contudo, foram vários os autores que contestaram esta afirmação, Sutton (1997) concluiu que as empresas de menor dimensão tendem a ter taxas de crescimento mais elevadas, com uma certa continuidade, até que se aproximem ou alcancem uma dimensão que permita a sua sobrevivência, havendo, portanto, uma relação negativa entre a dimensão da empresa e o seu desempenho.

Evans (1987) examina a relação entre a idade da empresa e a dinâmica da mesma, concluindo que a performance da empresa aumenta com a dimensão e com a idade da empresa, rejeitando assim a lei de Gibrat. A probabilidade da empresa falhar decresce à medida que as empresas envelhecem deduzindo assim que, o crescimento diminui a uma taxa decrescente com o tamanho da empresa (Evans 1987).

Serrasqueiro e Nunes (2016) numa investigação sobre os determinantes da performance das PME's portuguesas, em específico, dos hotéis portugueses, evidenciaram que os principais fatores são: a dimensão, a idade, as oportunidades de crescimento, a estrutura dos ativos (tangibilidade), o fluxo de caixa, a dívida, os juros, os subsídios governamentais e a produtividade do trabalho. Além destes, consideraram a crise económica de 2008 um fator crucial na performance das empresas, no sentido em que o colapso económico fez abrandar de forma preponderante o desempenho das PME's.

A estrutura de ativos ou rácio de tangibilidade é outra das variáveis significativas para a performance das PME's portuguesas uma vez que, as empresas cujas atividades se baseiam em ativos tangíveis conseguem obter financiamento externo mais facilmente, isto é, as empresas que detêm maior volume de ativos fixos, que possam ser usados como garantia, conseguem obter financiamento alheio a um custo menor, contrariamente às empresas que se fundam em ativos intangíveis. As empresas com uma estrutura de ativos baseada em ativos fixos tangíveis obtêm dívidas em condições mais favoráveis, uma vez que, em caso de falência, os ativos servem de garantia aos credores quanto ao cumprimento das obrigações e ao reembolso da dívida (Jensen e Meckling, 1976, Myers, 1977, Scott, 1976, Harris e Raviv, 1990 e Heshmati, 2001). De facto, é mais fácil para as empresas com grandes valores em ativos tangíveis e fluxos de caixa mais baixos liquidar operações correntes e, devido às informações assimétricas, é menos complexo para o credor estabelecer o valor dos ativos tangíveis, de modo que as empresas com maior proporção de ativos tangíveis têm melhor acesso ao mercado de dívida (Ramalho e Silva 2009). No entanto, Ferri e Jones (1979) argumentam que um maior nível de ativos tangíveis aumenta a volatilidade dos lucros operacionais futuros da empresa (devido ao impacto dos custos fixos sobre os lucros operacionais) e, portanto, ativos tangíveis, tendo um impacto positivo nos resultados da empresa. Para as PME's portuguesas, Hall et al. (2004) e Serrasqueiro e Nunes (2011) identificam uma relação negativa entre os ativos tangíveis e o rácio da dívida de curto prazo e uma relação positiva entre os ativos tangíveis e o rácio da dívida de longo prazo, concluindo que as PME's portuguesas tentam corresponder ao prazo de maturidade dos ativos tangíveis com o vencimento das fontes que financiam esses ativos. Os resultados dos estudos relativamente à estrutura dos ativos leva-nos para uma relação ambígua entre a tangibilidade e a performance das empresas.

O índice de liquidez é um dos indicadores mais fortemente utilizados para avaliar a capacidade da empresa de pagamento face às suas obrigações. Sun et al. (2013) concluem que a liquidez e a disponibilidade de capital para as PME's estão relacionadas positivamente, sendo um determinante crucial para a decisão de emprestar por parte dos bancos que olham para esta questão como a capacidade de a empresa pagar prontamente as suas dívidas assim como o serviço das mesmas. Além

do mais, diversos argumentos apontam que níveis mais elevados de liquidez, contribuem para o aumento do desempenho: maior liquidez permite maior capacidade de enfrentar mudanças de natureza competitiva nos mercados em que operam as empresas, empresas com níveis mais elevados de liquidez encontrarão mais facilidade para cumprir compromissos de curto prazo e um nível mais alto de liquidez torna-se mais importante quando as empresas enfrentam obstáculos na obtenção de crédito (Serrasqueiro e Nunes ; 2008). Notta e Vlachvei (2014) sugerem que, a capacidade das empresas de converter ativos em dinheiro também pode afetar o desempenho, uma vez que os recursos podem ser usados rapidamente para responder a oportunidades de lucro o que influencia positivamente a performance das empresas.

A bolsa é outro dos índices de referência para avaliar a performance das empresas, contudo, a maioria das PME's não são empresas cotadas em bolsa, uma vez que não cumprem os requisitos para serem listadas no mercado de ações e / ou devido à relutância de seus proprietários, a fim de evitar perder o controle (Vos et al., 2007 e Mac a Bhaird, 2010). Esta atitude dos detentores de capital próprio reflete-se nas suas preferências por fontes de financiamento, bem como na orientação para a prossecução de objetivos não monetários, não prosseguindo, por conseguinte, a maximização do valor da empresa como principal objetivo da empresa. Segundo Silva (2015) as empresas não cotadas são mais rentáveis do que as empresas cotadas em bolsa. O mercado bolsista português está relativamente pouco desenvolvido e as empresas portuguesas dependem quase exclusivamente dos bancos para angariar financiamento externo (Oliveira e Fortunato, 2006).

Boga (2013) num estudo sobre o desempenho das pequenas e médias empresas concluiu que a performance das empresas depende do sector onde se inserem. Refere ainda que, em indústrias de elevada concentração de mercado, é expectável que haja uma maior taxa de lucro pois, quando existem situações de oligopólio, a empresa terá um maior poder de coordenação do mercado, podendo aplicar preços mais elevados. Assim, o setor industrial é para muitos autores outra das características fulcrais para determinar a performance das empresas na medida em que o desempenho das empresas pode ser influenciado pelas características específicas do sector em que opera (Almus e Nerlinger; 1999 e Audretsch et al. ; 2004)

3. ESTUDO EMPÍRICO

Uma vez expostos os principais contributos da literatura para responder às questões de investigação propostas nesta dissertação, vamos, neste capítulo, descrever a metodologia usada para atingir os resultados pretendidos.

De 2008 a 2013 a economia portuguesa estagnou e, uma vez que esses anos se caracterizaram por ser uma época bastante conturbada para as PME's que se tiveram de adaptar às fortes restrições de crédito, é necessário que o período de análise abranja quer os anos pós crise como anos pré-crise para perceber de que forma a crise económica e financeira limitou o desempenho das PME'S.

Dado que o principal objetivo da presente dissertação é averiguar se efetivamente há uma relação entre a crise económica e financeira e a performance das pequenas e médias empresas e, compreender se a mesma afetou mais as empresas de grande ou de pequena dimensão, empiricamente é importante elaborar um modelo de regressão linear múltipla para que possamos responder às questões de investigação. Assim, esta análise terá em conta todas as variáveis explicativas consideradas relevantes para explicar a performance das empresas, tais como, a dimensão, idade, tangibilidade, liquidez, capital próprio, financiamento alheio e a crise. A variável dependente é a performance e está presente em vários artigos científicos como podemos ver na revisão de literatura. Este capítulo também contempla a metodologia usada na literatura, a definição das variáveis explicativas e da variável independente. Além disso, explica como é que a base de dados utilizada define as variáveis de controlo para a execução da regressão múltipla. Este estudo engloba uma amostra com cerca de 5500 empresas do setor têxtil e do vestuário para o Norte de Portugal.

3.1 Metodologia usada na Literatura

Após a revisão de literatura, na tabela que se segue contempla-se alguns dos estudos empíricos que estudaram quer a performance, quer o crescimento das empresas e mostra quais as variáveis explicativas e dependentes utilizadas nos seus estudos. Além do mais, a tabela explica de forma sintetizada como os diversos autores caracterizaram as variáveis e os valores esperados que obtiveram. Assim, com base nas contribuições dos autores abaixo expostos, foi possível criar um modelo que visa explicar a performance das empresas.

Tabela 4: Modelos Empíricos com base na literatura

Autores	Título	Variável dependente	Variável Independente	Efeito Esperado
Serrasqueiro e Nunes (2008)	Performance and size: empirical evidence from Portuguese SMEs	(PERF) Performance= Lucro Operacional / Ativos Totais	(SIZE1) Dimensão 1= Log (Ativos Totais); (SIZE2) Dimensão 2=log (vendas); (SIZE3) Dimensão 3= log (nº de empregados); (LEV)Divida=Passivo/Ativo; (LIQ) Liquidez=Ativo/Passivo de CP; (EVOL)Risco= Valor absoluto da variação percentual do lucro operacional; (TANG) Estrutura de ativos= Ativos Fixos /Ativos Totais; (OWNER) Controle de acionistas= Variável dummy que assume o valor de 1 se o controle acionário pertence a estrangeiros e o valor 0 caso contrário; (MAN) Controle da Gerência= Variável dummy que assume o valor 1 se o gerente principal for diferente do acionista principal e o valor 0 caso contrário);	<ul style="list-style-type: none"> • SIZE1 (+); • SIZE2 (+) • SIZE3 (+) • LEV (-) • LIQ (-) • EVOL (+) • TANG (+) • OWNER (-) • MAN (+)
Notta e Vlachvei (2014)	The impact of Financial Crisis on firm performance in case of Greek food manufacturing firms	PR) Lucro = Lucros Brutos/Volume de Negócios	(MS) Quota de Mercado = Vendas da Empresa/Vendas da Industria KS = Ativos Totais /Vendas (LIQ) Índice de Liquidez= Ativos correntes - Inventários/ Ativos Totais (LEV) Índice de Alavancagem= Passivos/Ativos (NWFA) Índice de Cobertura Patrimonial de ativos Fixos= Patrimônio Líquido/Ativos Fixos	<ul style="list-style-type: none"> • MS (+) • KS (-) • LIQ (-) • LEV (-) • NWFA (-)

Autores	Título	Variável dependente	Variável Independente	Efeito Esperado
Serrasqueiro e Nunes (2016)	Determinants of growth in Portuguese small and medium-sized hotels: empirical evidence using panel data model	(GROWTH) Crescimento das vendas= Log (vendas no período corrente)- Log(vendas no ano anterior)	(SIZE) Dimensão = log (vendas) (AGE) Idade = log (anos desde o início da atividade) (GO) Oportunidades de Crescimento= Ativos Intangíveis/ Ativos Totais (CF)Cash Flow= proporção dos lucros após os juros mais as depreciações do nº total de ativos (LEV) Dívida = Passivos Totais/Ativos Totais (ITRS) Taxa de Juros= Juros Totais /Passivos Totais (GS) Subsídios Governamentais = Subsídios Governamentais/Ativos Totais (D) Crise = variável dummy , 1 para os anos de 2008 e 2009, 0 caso contrário	<ul style="list-style-type: none"> • SIZE (-) • AGE (-) • GO (+) • CF (+) • LEV (-) • ITRS (-) • GS(+) • D (-)
Raposo (2013)	O financiamento e a performance da PME do distrito de Castelo Branco	Performance= Resultados Operacionais/Ativo Total	Estrutura do Ativo (Tang)= Ativos Fixos Tangíveis/Ativo Total Dimensão= log (ativo total a preços constantes) Idade= log (nº de anos da empresa) Risco= log (valor absoluto da variação percentual dos resultados operacionais) Crescimento= Variação do ativo total a preços constantes Capital alheio = Capital alheio/ativo total Capital Alheio CP = Capital alheio CP/Ativo total Capital Alheio LP= Capital alheio LP/Ativo total Capital Próprio= Capital Próprio/ Ativo Total Capital Próprio CP= Capital Próprio CP/ Ativo Total Capital Próprio LP= Capital Próprio LP/ Ativo Total	<ul style="list-style-type: none"> • TANG (-) • DIM(-) • IDADE(-) • RISCO(-) • CRESC. (*) • CAP. AL(-) • C.A CP (-) • C.A LP (-) • C.P (+) • C.P CP(-) • C.P LP (-)

Fonte: Working Papers / Elaboração própria

3.2 Metodologia usada neste estudo: modelo a estimar

3.2.1 Hipóteses de Investigação

Assim, formulou-se vários modelos de regressão múltipla para se identificar e quantificar os fatores que explicam a performance das empresas do setor têxtil e do vestuário que operam em Portugal, utilizando a análise dos dados em painel durante o período 2007 até 2016.

Segue-se o modelo mais completo para avaliar se a crise afetou mais as PME's ou as empresas de grande dimensão:

$$Perf_{i,t} = \alpha + \beta_1 IDA_{i,t} + \beta_2 TANG_{i,t} + \beta_3 LIQ_{i,t} + \beta_4 F.PRO_{i,t} + \beta_5 CRISE_{i,t} + \beta_6 FMICRO_{i,t} + \beta_7 PEQ_{i,t} + \beta_8 MED_{i,t} + \beta_9 MICRO \times CRISE_{i,t} + \beta_{10} PEQ \times CRISE_{i,t} + \beta_{11} MED \times CRISE_{i,t} + u_{i,t}$$

De seguida, apresenta-se as hipóteses de investigação consoante as variáveis que, à posteriori serão apresentadas.

HIPÓTESE 1 (H1): Existe uma relação negativa entre a performance e a idade da empresa.

HIPÓTESE 2 (H2): Existe uma relação positiva entre a performance e a dimensão da empresa.

HIPÓTESE 3 (H3): Existe uma relação positiva entre a performance e a tangibilidade da empresa.

HIPÓTESE 4 (H4): Existe uma relação positiva entre a performance e o nível de liquidez da empresa.

HIPÓTESE 5 (H5): Existe uma relação negativa entre a performance e o nível de endividamento da empresa.

HIPÓTESE 6 (H6): Existe uma relação negativa entre a performance e a crise.

HIPÓTESE 7 (H7): Existe uma relação positiva entre a performance e o capital próprio.

3.2.2 Variáveis Explicativas da Performance da Empresa

O principal objetivo da presente dissertação consiste em testar se o impacto global da crise, o clima geral de incerteza, a falta de liquidez e o acesso mais restrito ao financiamento de atividades de negócios foram determinantes da performance das PME's e, se em período de crise a performance é menor nas PME's quando as comparamos às grandes empresas. Assim, para controlar esse fator será introduzida uma variável *dummy* que assume o valor 1 em período de crise, em Portugal, de 2008 a 2013 e 0, para o período pré e pós crise. Esta variável foi também incluída por Bricongne et al. (2011)

numa investigação empírica cujo objetivo primordial era compreender em que medida afetava o crescimento das empresas francesas. Além destes, Serrasqueiro e Nunes (2016) também incluíram a variável crise na sua investigação. É de salientar que se espera que a variável tenha um impacto negativo na performance das PME's, isto porque, perante uma contração económica há uma degradação da economia. Como vimos na literatura, esta variável está diretamente relacionada com o aumento das restrições na concessão de crédito, condição fulcral para as empresas se financiarem e como consequência, há uma diminuição da produtividade económica que se reflete diretamente na performance das empresas.

A idade é outra das variáveis consideradas essenciais para avaliar a performance das empresas, pois, para alguns autores é uma proxy da reputação da empresa. As empresas mais antigas tendem a ter modelos de negócio mais solidificados revelando um histórico e reputação que permitem vislumbrar o percurso que será decorrido no futuro, daí a menor suscetibilidade de risco (Lee et al., 2015). Para Greogory et al. (2005), as empresas mais velhas têm maior possibilidade de reunir lucros face às mais jovens, possuindo assim fundos para financiar a sua performance. Além disso, Beck et al. (2006) concluem que as restrições de financiamento ao nível da oferta de crédito diminuem com o aumento da idade. A idade também é uma variável incluída em estudos de outros autores como Kremp e Sevestre (2013) através de duas dummies, uma vez que consideram que empresas mais recentes têm maior probabilidade de entrar em insolvência que as empresas mais maduras, assim como de Badulescu e Simut (2012) que através do logaritmo natural do número de anos desde a fundação da empresa, concluem que à medida que as empresas vão envelhecendo têm maior disponibilidade de acesso a financiamento bancário por serem empresas mais solidas e com mais garantias. Farinha e Félix (2014) argumentam que as empresas mais jovens estão associadas a um maior risco de incumprimento. Assim, idade pode ser vista como um indicador de eficiência, uma vez que, se a empresa sobrevive ao longo dos anos, é porque tem um nível de eficiência semelhante ou superior à das empresas concorrentes. Uma relação positiva entre a idade da empresa e o seu crescimento pode ainda resultar da reputação criada pela empresa ao longo da sua permanência no mercado. Esta questão é relevante no que toca à questão do financiamento: com o aumento da idade e da dimensão, as restrições ao financiamento tendem a diminuir, como evidenciaram Cabral e Mata (2003) e Petersen et al. (1988).

No que diz respeito à variável dimensão, esta é frequentemente utilizada nos modelos que investigam os determinantes da performance da empresa, uma vez que, é um fator determinístico no acesso ou não ao financiamento bancário, contribuindo diretamente para o aumento dos ativos totais. Relativamente à relevância das PME's no contexto da economia portuguesa, a possível influência positiva

da dimensão na performance, pode contribuir para o crescimento sustentado da empresa, o que será economicamente vantajoso para a performance das mesmas (Serrasqueiro e Maças, 2008).

Contudo, há autores que apontam para uma desvalorização da variável dimensão, segundo a lei de Gibrat, o crescimento da empresa não depende da sua dimensão, pelo que a mesma taxa de crescimento pode ser registada por empresas pequenas e grandes. No entanto, vários trabalhos empíricos têm contrariado esta “lei”, verificando que as empresas pequenas tendem a registar taxas de crescimento mais elevadas do que as empresas de grande dimensão. De acordo com o modelo *trade-off*, a dimensão exerceria uma influência positiva sobre o nível de endividamento (Colot et al., 2010).

Por outro lado, existem várias razões teóricas pelas quais a dimensão se relaciona positivamente com a performance da empresa uma das razões mais consensuais na revisão da literatura é o facto de, quanto maior for a dimensão da empresa, maior a disponibilidade da instituição financeira conceder crédito e, conseqüentemente a performance será superior face às outras que não disponham de financiamento externo ou alheio. Beck et al. (2006) concluem que empresas de menor dimensão, não só quando comparadas pelo logaritmo do valor das suas vendas como também quando segmentadas pelo número de empregados, sofrem maiores restrições ao nível da oferta de financiamento bancário. Desta forma é consensual que pequenas empresas tendem a depender mais do financiamento interno, sendo o financiamento externo mais difícil de se obter para as empresas mais pequenas, configurando-se a relação entre dimensão e financiamento bancário como monotónica e crescente à medida que a dimensão da empresa aumenta (Beck et al., 2008). Desta forma, Lee et al. (2015) segregando as empresas pelo número de empregados, consideram esta variável como uma das mais importantes na explicação do financiamento bancário às empresas, sendo que as de maior dimensão tendem a ser conotadas com menor risco e, por isso, os financiadores estão mais propensos para conceder crédito consentindo assim com os estudos de Beck et al (2006).

De acordo com Cassar e Holmes (2003) às empresas mais pequenas é oferecido menos capital, ou, a oferta deste é feita a custos significativamente mais elevados que o das empresas maiores, o que além de desencorajar o uso de financiamento externo, diminui a performance financeira por via do aumento dos custos de financiamento. Em geral, as empresas concentram uma parte importante do seu crédito bancário no banco onde obtêm as melhores condições de crédito, sendo o tamanho desse benefício afetado pela dimensão da empresa (Matias et al., 2010).

Além disso, a dimensão também atenua os problemas de assimetria de informação existentes entre gestores/proprietários e os credores, o que faz com que as instituições bancárias estejam mais predispostas a conceder crédito às empresas de maior dimensão, visto que, detêm mais informação

sobre as mesmas (Myers, 1984). Gschwandtner (2005) afirmam que a dimensão da empresa é fundamental para aumentar os níveis de rentabilidade. Assim, para os autores que estudam a performance das empresas, na sua maioria, quanto maior for a dimensão da empresa, maior é a capacidade de aproveitar economias de escala, maior é capacidade de diversificação de atividades e produtos e, maior é capacidade de implementar estratégias que visem aumentar as barreiras à entrada de concorrentes potenciais.

Posto isto, a maior parte dos estudos efetuados incorporam a variável dimensão como uma das variáveis principais quando estudamos a performance das empresas essencialmente pelo facto dos bancos estarem suscetíveis a oferecer financiamento a empresas mais sólidas e com menos assimetrias de informação, características estas associadas a empresas de maior dimensão. Neste sentido, a variável dimensão será medida pelo logaritmo do número de empregados, uma vez que é pelo número de empregados que podemos agregar as empresas em micro, pequenas, médias ou grandes.

Carvalho et al. (2013) no seu estudo sobre os determinantes da rentabilidade das PME's fitness em Portugal, incluem a variável idade, em função do número de anos de existência e, concluem quer o efeito da dimensão, quer o efeito da idade são relevantes para as PME's portuguesas de fitness serem mais rentáveis, isto porque, as empresas mais velhas visam maior capacidade de aproveitamento das economias de escala¹ e de diversificação de atividades e produtos, bem como maior capacidade de implementação de estratégias com vistas ao levantamento de barreiras à entrada de concorrentes potenciais, contribuindo assim para a possibilidade de um aumento de performance.

A estrutura de ativos ou tangibilidade é outra das variáveis significativa para a performance das PME's portuguesas uma vez que, as empresas cujas atividades se baseiam em ativos tangíveis conseguem financiar-se externamente mais facilmente, isto é, as empresas que detêm maior volume de ativos fixos, que possam ser usados como garantia, conseguem obter financiamento a custo menor, contrariamente às empresas que se fundam em ativos intangíveis. As empresas com uma estrutura de ativos baseada em ativos fixos tangíveis obtêm dívidas em condições mais favoráveis, uma vez que, em caso de falência, os ativos corpóreos servem de garantia aos credores relativamente ao cumprimento das obrigações e ao reembolso da dívida (Ramalho et. al 2009). Sendo assim, as empresas com níveis mais altos de ativos tangíveis, tendem obter dívida mais facilmente. Assim, a existência de ativos fixos tangíveis, tem um impacto positivo ao nível da estrutura financeira, uma vez que esses ativos irão representar garantias para os credores, reduzindo assimetrias de informação e, consecutivamente as

¹ Dizemos que estamos perante economias de escala quando, à medida que a produção aumenta, os custos médios de produção diminuem.

instituições bancárias mostram mais disponibilidade em concederem crédito. Serrasqueiro e Nunes (2008) sugerem que, as empresas mais direcionadas para atividades inovadoras têm uma maior percentagem de ativos intangíveis no total de ativos, bem como apresentam níveis mais altos de desempenho.

No entanto, Ferri e Jones (1979) argumentam que um maior nível de ativos tangíveis aumenta a volatilidade dos lucros operacionais futuros da empresa (devido ao impacto dos custos fixos sobre os lucros operacionais) e, portanto, o quociente dos tangíveis em relação aos ativos totais, têm um impacto negativo nos resultados da empresa. Para as PME's portuguesas, Hall et al. (2004) e Serrasqueiro e Nunes (2011) identificam uma relação negativa entre os ativos tangíveis e o rácio da dívida de curto prazo, bem como uma relação positiva entre os ativos tangíveis e o rácio da dívida de longo prazo, concluindo que as PME's portuguesas tentam corresponder ao prazo dos ativos tangíveis com o vencimento das fontes que financiam esses ativos.

A variável liquidez é outra das variáveis determinísticas para avaliar a performance das empresas. Segundo Serrasqueiro e Nunes (2008) quanto mais líquida for a empresa maior será o desempenho da mesma pois, maior liquidez permite maior capacidade de enfrentar mudanças de natureza competitiva nos mercados em que operam as empresas. Além disso, quanto mais elevado for o índice de liquidez, mais recursos a empresa possui para fazer frente às suas obrigações. Assim, espera-se que haja uma relação positiva entre o índice de liquidez e a performance das empresas.

A forma como as empresas se financiam também podem influenciar positivamente ou negativamente a performance das empresas. O financiamento alheio é uma forma de financiamento cujos fundos advêm essencialmente empréstimos. Por sua vez, capital próprio caracteriza-se pelos valores que os sócios ou acionistas têm na empresa num determinado momento. Dado que as PME's são pequenas empresas, geralmente com recursos próprios insuficientes para rentabilizar a sua atividade, a única forma de poderem investir é recorrerem a empréstimos bancários. Assim, ao incluir esta variável conseguimos observar se corrobora com alguma das teorias estudadas pela estrutura de capitais. Pelo contrário, empresas com mais recursos internos são suscetíveis de alcançar uma performance melhor face às outras pois suportam de forma interna os investimentos necessários. Além disso, as instituições bancárias concedem créditos de acordo com o montante de capital próprio das empresas.

Neste contexto, as variáveis explicativas usadas para estudar o desempenho das empresas serão: a crise, a idade, a dimensão, a tangibilidade, a liquidez, o financiamento alheio e o capital próprio.

3.2.3 Variáveis Associadas à Performance das Empresas

Com o intuito de avaliar a relação entre a performance das empresas com as variáveis analisadas através da revisão de literatura estabeleceu-se como variáveis determinísticas da performance das empresas do setor têxtil e do vestuário a crise, a idade, a dimensão, a tangibilidade, a liquidez, o financiamento alheio e o capital próprio. Assim, na tabela seguinte são apresentadas e explicadas as diferentes variáveis. É de ressaltar que, quer a variável dimensão, quer a variável idade quer a variável dimensão foram definidas com o logaritmo (log de base 10).

Tabela 5: Modelo Empírico, variáveis e medidas

Variável	Descrição
Variável Dependente	
Performance (PERF)	Rácio entre o Lucro Operacional e os Ativos Totais
Variáveis Independentes	
Idade (IDA)	Log. do número de anos que a empresa se encontra a funcionar
Dimensão (DIM)	Log. do Número de Empregados
Estrutura do Ativo (TANG)	Rácio entre Ativos Tangíveis e Ativos Totais
Liquidez (LIQ)	Rácio entre os Ativos totais e os Passivos Totais
Financiamento Alheio (F. AL)	Rácio entre Capital Alheio e Ativo Total
Capital Próprio (C.P)	Rácio entre Financiamento Próprio e Ativo Total
Crise	Variável dummy que assume o valor 1 nos anos correspondes ao período de crise, de 2008 a 2013, e assume o valor 0 caso contrário
Micro	Variável dummy que assume o valor 1 se a empresa é considerada uma microempresa, e 0 caso contrário
Pequena (PEQ)	Variável dummy que assume o valor 1 se a empresa é considerada uma pequena empresa, e 0 caso contrário
Média (MED)	Variável dummy que assume o valor 1 se a empresa é considerada uma empresa de média dimensão, e 0 caso contrário

Fonte: Elaboração própria com base na revisão bibliográfica /Elaboração própria

3.2 Amostra

Para a elaboração da presente amostra recorreu-se a dados financeiros obtidos a partir da base de dados Amadeus fornecida pela Bureau Van Dij. Assim, amostra é composta por 5500 micro, pequenas, médias e grandes empresas, listadas na base de dados Amadeus onde é possível obter informação detalhadas das empresas. Os dados utilizados foram dados em painel, ou seja, caracterizam-se por serem conjunto de series temporais com series seccionais, uma vez que, são uma sequência de observações medidas num intervalo de tempo de 2006 a 2016.

Desta forma e de modo a que a amostra seja o mais inequívoca possível as empresas estudadas cumprem os critérios da definição de PME's, estudadas na literatura e que seguem a definição usada pela UE. Em resumo, uma PME é uma empresa que satisfaz as seguintes condições: o número de trabalhadores é menor que 250 e, para ser PME tem de ter um volume de negócios anual inferior a 50 milhões de euros ou os ativos totais anuais sejam superior a 2 milhões de euros e inferior a 43 milhões de euros.

Uma vez que o setor em que a empresa opera é uma das variáveis determinísticas quando abordamos a questão da performance das empresas, e dado que a mesma pode ser influenciada consoante as características específicas do sector em que atua, a presente investigação o incorpora uma indústria específica, o setor têxtil e de vestuário, utilizando os códigos NACE (Nomenclatura Geral das Atividades Económicas das Comunidades) 14, 15 e 16, visto que, é um setor em ascensão que cada vez mais tem maior notoriedade e, um dos maiores a conter uma percentagem significativa do VAB no PIB. Segundo a Associação Têxtil e Vestuário de Portugal, a indústria têxtil e do calçado, em 2016, representava cerca de 10% das exportações nacionais e 3% das exportações da União Europeia. Além disso, o volume de negócios representa 8% do volume de negócios da indústria transformadora nacional e 4% da União Europeia, daí a relevância na escolha deste setor.

Tendo em conta a informação disponibilizada pela base de dados, a amostra cumpre as seguintes condições:

- Localizadas em Território Português;
- Empresas que exerçam a sua atividade no Norte (NUTS II- PT11);
- Empresas que pertençam ao setor da indústria têxtil (NACE 13, 14 e 15);
- Criadas entre os anos de 1990 e de 2015;
- Empresas com dados disponíveis no período;
- Empresas consideradas ativas.

3.3 Técnicas Estatísticas Utilizadas

O método quantitativo desta investigação apoiou-se no método dos mínimos quadrados (OLS) elaborando-se um modelo de regressão linear múltipla e, para se chegar às conclusões pretendidas executou-se inferências estatísticas.

Nesta secção procedemos a uma breve explicação dos métodos mínimos quadrados, das suas hipóteses e das suas propriedades. Dado um modelo de regressão linear múltipla $Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_{2t} + \dots + \beta_k X_{kt} + u_t$, um dos principais objetivos é estimar os parâmetros. Para determinar as estimativas dos coeficientes, temos de recorrer ao método dos mínimos quadrados, mais conhecido por OLS. Assim, segundo este método existem quatro pressupostos amostrais do método de mínimos quadrados:

1. Ausência de correlação entre as variáveis explicativas e os resíduos: $X' \cdot \hat{u} = \emptyset$
2. Linha de regressão passa nas médias amostrais de X e Y .
3. A média dos valores ajustados é igual à média dos valores efetivos para Y .
4. Os resíduos não estão correlacionados com os valores ajustados: $\hat{Y}' \cdot \hat{u} = \emptyset$

Para conhecermos as propriedades estatísticas dos estimadores precisa-se de pelo menos conhecer os principais momentos da distribuição de probabilidades da variável u . Como essa mesma distribuição não é conhecida e, dado que a variável u não é observável, estabeleceu-se um conjunto de hipóteses relativas à sua distribuição de probabilidade. Designam-se por *hipóteses clássicas do modelo de regressão linear*:

[H1]: $E(u) = 0$, ou seja, o valor esperado dos erros é igual a zero. A inclusão de u no modelo econométrico, está relacionado com o facto de existir uma não inclusão explícita de determinados factores explicativos de Y , alguns desses factores terão influência positiva outros, negativa, de tal forma que os efeitos terão a neutralizar-se.

[H2]: $V(u_t) = \sigma^2, \forall t$, postula-se então, a partir desta hipótese, que a variância dos erros é constante para todas as observações. Esta hipótese é conhecida como a hipótese da homoscedasticidade.

[H3]: $Cov(u_i, u_j) = 0$ para $u_i \neq u_j$, para elementos distintos da população, os factores de carácter aleatório que influenciam a variável Y relativamente a um dado indivíduo, não estão correlacionados com os factores que influenciam um outro indivíduo. Esta hipótese é conhecida como a hipótese de ausência de autocorrelação entre os termos de erro.

[H4]: Relação linear entre y e X ou seja $Y = X\beta + u$. O método dos mínimos quadrados só é aplicado caso a equação seja linear nos parâmetros. Se a equação for linear nas variáveis explicativas e não for nos parâmetros, podemos linearizar e após isso usar o método OLS.

[H5]: A característica da matriz, correspondente ao número máximo de linhas ou colunas linearmente independentes, é igual a K e por sua vez $K < T$. É de ressaltar que, caso a característica da matriz seja inferior ao número de parâmetros (K), então estamos perante colinearidade perfeita.

[H6]: \mathbf{X} é uma matriz não estocástica, por outras palavras dizemos que \mathbf{X} é fixa para amostras repetidas.

[H7]: Hipótese adicional assumida para inferência estatística denominada por hipótese da normalidade: $\mathbf{U} \sim N(0, \sigma^2 \mathbf{I}_t)$, em que \mathbf{I}_t corresponde à matriz identidade.

Assim, se todas estas hipóteses forem satisfeitas então os estimadores OLS, segundo o Teorema de Gauss-Markov, são denominados por BLUE (Best Linear Unbiased Estimator) e poderemos estimar o modelo de regressão múltipla.

Após a estimação poderá elaborar-se testes para estudarmos as questões de investigação. O teste T de *student* será usado para testar hipóteses de um coeficiente de regressão ser nulo, isto é, para se estudar se efetivamente a variável explicativa em causa é significativa para a explicação das alterações registadas na variável dependente usada no modelo. O teste F será outros dos testes que iremos usar para testar restrições lineares dos coeficientes de regressão, ou seja, para testar se dois coeficientes da regressão contribuem ou não para explicar o modelo e ainda para fazer o teste de significância global. Por outras palavras, com este último teste podemos verificar se efetivamente há uma relação significativa entre as variáveis independentes e a variável explicativa.

Ainda se poderá executar testes para testar diferenças entre grupos, por exemplo podemos testar se a performance das pequenas e médias empresas é diferente para os anos de crise e para os anos em que não estávamos perante uma crise. Este teste é normalmente feito com variáveis *dummy*.

O teste Chow considera o problema de testar a igualdade de dois conjuntos de coeficientes de regressão e, para avaliar se os parâmetros são diferentes entre dois grupos irá corresponder a estimar duas regressões da performance separadamente

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DE DADOS

4.1 Estatísticas Descritivas

A amostra retirada da base de dados é composta por 5500 empresas, no entanto, uma vez que são as empresas que decidem se fornecem ou não os dados, há valores que não foram disponibilizados em determinado ano à qual denominamos por *missing values*.

Da análise dos dados e de uma vasta revisão de literatura obtivemos 10 variáveis explicativas que são consideradas relevantes para a explicação da variável dependente, a performance das empresas. Entre estas variáveis encontram-se o número de empregados, a idade da empresa, os indicadores financeiros: tangibilidade, liquidez, financiamento alheio e capital próprio e, por fim quatro variáveis dummy, a crise, a variável micro, pequenas e médias, respetivamente. A variável crise assume o valor 1 quando consideramos que o ano em questão é um ano de crise, ou seja, de 2008 a 2013, e 0 caso contrário. A variável *dummy* micro assume o valor 1 quando estamos perante uma microempresa, a variável dicotómica pequena assume o valor 1 quando estamos perante uma pequena empresa e, por fim, atribuímos o nome de média se estivermos perante uma média empresa e 0 caso contrário para todos os casos.

Uma vez que o objetivo primordial da presente dissertação é estudar o comportamento da performance das PME's em períodos de crise, é conveniente estudar separadamente as estatísticas descritivas, ou seja, averiguar se os resultados das pequenas e médias empresas são diferentes das empresas de grande dimensão e, como se comportam em período de crise, pré-crise e pós crise. Assim, subdividiu-se as estatísticas descritivas.

A base de dados calcula os resultados operacionais através da soma das vendas líquidas com outras receitas operacionais e com a variação de existências. É de salientar que os dados não incluem o imposto sobre o valor acrescentado (IVA). No que concerne ao ativo total, este é resultante dos ativos fixos mais os ativos circulantes e, o capital próprio deriva da adição do capital com outros fundos de acionistas. O passivo corrente ou circulante diz respeito aos empréstimos mais o que as empresas devem aos credores. Por outro lado, os passivos não correntes calculam-se através da adição dividas financeiras de longo prazo com outros passivos e provisões de longo prazo. Ao somar os passivos correntes e não correntes obtemos os passivos totais.

²² valores em falta, devido à inexistência de informação fornecida pela base de dados

É de ressaltar que quer os ativos totais quer passivos totais não estão incluídos diretamente no modelo de regressão múltipla que iremos estudar, todavia, uma vez que estão incluídos nos rácios será importante ver o seu comportamento antes e depois da crise e compará-lo com os ativos totais.

Tabela 6: Estatísticas Descritivas referentes às PME's em período de crise (pmes=1 e crise=1)

VARIÁVEIS	N	média	p50³	sd⁴	min	máx
Ativos Totais	20,766	538.196	137.090	1,688.224	0.315	52,694.330
Nº empregados	20,766	16.376	9.000	21.723	1.000	239.000
Idade	20,766	13.484	14.000	5.916	3.000	26.000
Tangibilidade	20,256	0.246	0.193	0.203	0.000	1.893
Passivos totais	20,766	392.356	103.762	1,197.781	0.000	38,307.039
Liquidez	20,758	1.885	1.316	18.698	0.007	2,467.863
F. alheio	20,676	0.049	0.000	0.135	0.000	5.739
C. Próprio	20,766	0.149	0.240	1.374	-152.776	1.000
Performance	20,671	1.749	1.484	1.448	-1.778	70.743

Fonte: Base de dados Amadeus/ Stata/ Elaboração Própria

Dentro da amostra observamos que, a o peso dos resultados operacionais nos ativos totais das pequenas médias empresas em período de crise é, em média cerca de 175%. Ainda, 50% das PME's têm no máximo uma performance de cerca de 148% com um desvio padrão de 1.448. Relativamente ao número de empregados, verificamos que as PME's têm em média cerca de 16 empregados e que, 50% das PME's no máximo empregavam 9 indivíduos. No que concerne à idade das PME's, as mesmas tinham em média cerca de 13 anos.

Na tabela acima mencionada verificamos também que, o valor dos ativos das PME's foi em média cerca de 538.196 milhões de euros, valor este superior à média dos passivos que foi cerca de 392.356 milhões de euros, o que se deduz num balanço da conta corrente positivo.

No que diz respeito aos rácios financeiros para avaliar a solidez das PME's, constatamos que a tangibilidade das empresas foi, em média de 24.6% e a liquidez cerca de 1,89, o que nos mostra que apesar da crise estas empresas possuíam um certo “desafogo”. Para este período, o financiamento alheio apresenta um valor de 4,9% e, a autonomia financeira destas empresas neste período é de 14,9%.

O valor elevado do desvio padrão da maioria das variáveis caracteriza-se pela existência de uma grande volatilidade das variáveis.

³ percentil 50

⁴ desvio padrão

Tabela 7: Estatísticas Descritivas relativas às PME's em período pós crise e pré-crise (pmes=1 e crise=0)

VARIAVÉIS	N	média	p50	sd	min	máx
Ativos Totais	16,717	573.948	131.969	1,922.054	0.007	105,571.197
Nº empregados	16,717	16.844	9.000	23.285	1.000	248.000
Idade	16,717	11.139	11.000	6.961	1.000	26.000
Tangibilidade	11,963	0.240	0.185	0.210	0.000	5.544
Passivos totais	12,220	426.928	94.990	1,419.643	0.000	64,063.344
Liquidez	12,216	3.214	1.357	139.923	0.009	15,454.058
F. Alheio	12,175	0.055	0.000	0.460	0.000	48.108
C. Próprio	16,717	0.118	0.273	1.906	-107.914	1.000
Performance	16,634	1.859	1.526	3.795	-2.073	362.511

Fonte: Base de dados Amadeus/ Stata/ Elaboração Própria

Ao interpretar os valores da tabela supramencionada conseguimos concluir que a média da performance das PME's no período que classificamos como “não crise” foi de aproximadamente de 186%, percentagem esta superior à performance das empresas aquando da crise económica e financeira. O número de empregados das PME's, em período em que não se encontra adversidades económicas e financeiras, continuava o mesmo, em média as PME's tinham aproximadamente 16 empregados. A idade média das PME's neste período era de 11 anos.

Os ativos totais foram também superiores neste período, tendo as PME's uma média de 573.948 milhões de euros em ativos totais, os passivos também, em média, foram mais elevados, em cerca de 426.928 milhões de euros continuando com um balanço da conta corrente positivo.

Quanto aos indicadores financeiros, o rácio de tangibilidade permaneceu em média nos 24% e o índice de liquidez era de 3,2 aproximadamente.

No que diz respeito aos rácios de financiamento, podemos observar que, as PME's financiavam-se internamente em cerca de 11,8% e, recorriam ao capital alheio em cerca de 5,5%.

Tabela 8: Estatísticas Descritivas relativas às empresas de grande dimensão em período de crise (pmes=0 e crise=1)

VARIAVÉIS	N	média	p50	sd	min	máx
Ativos Totais	37.000	50,804.867	31,419.700	38,014.729	2,058.905	132,717.145
Nº empregados	37.000	354.027	334.000	77.131	250.000	584.000
Idade	37.000	18.973	19.000	5.703	3.000	26.000
Tangibilidade	37.000	0.222	0.181	0.133	0.092	0.551
Passivos Totais	37.000	28,807.438	24,826.807	22,851.403	1,670.308	74,043.859
Liquidez	37.000	1.863	1.968	0.598	1.101	3.628
F. alheio	37.000	0.096	0.092	0.073	0.000	0.276
C. próprio	37.000	0.413	0.492	0.172	0.092	0.724
Performance	37.000	1.024	0.687	0.783	0.214	2.918

Fonte: Base de dados Amadeus/ Stata/ Elaboração Própria

Nas grandes empresas, em período de crise, apuramos que, a performance é, em média, cerca de 102%. Em média, as empresas de grande dimensão que sobrevivem em período de crise, têm cerca de 18 anos. Além disso, as firmas presentes na amostra empregam cerca de 354 trabalhadores.

Relativamente aos ativos totais, em média, as empresas que são quantificadas como grandes dispõem de um valor em ativos totais de cerca de 50,804.867 milhões de euros e passivos em média de 28,807.438 milhões de euros.

Em relação aos indicadores financeiros, as grandes empresas apresentam um rácio de tangibilidade que ronda os 22,2% e o rácio de liquidez encontra-se nos 1.86. Os fundos dos acionistas relativamente aos capitais próprios são de 4,1% e, o financiamento alheio encontra-se nos 41,3%.

Tabela 9: Estatísticas Descritivas relativas às empresas de grande dimensão em período pós e pré-crise (pmes=0 e crise=0)

VARIÁVEIS	N	média	p50	sd	min	máx
Ativos Totais	42.000	37,319.058	26,114.713	35,176.023	2,028.597	157,210.323
Nº Empregados	42.000	353.310	337.500	89.057	250.000	623.000
Idade	42.000	15.357	19.000	8.695	2.000	26.000
Tangibilidade	42.000	0.313	0.174	0.236	0.042	0.847
Passivos totais	42.000	21,010.973	18,646.190	18,355.499	1,569.872	71,465.969
Liquidez	42.000	1.760	1.559	0.592	1.021	3.716
F. Alheio	42.000	0.148	0.118	0.129	0.000	0.546
C. Próprio	42.000	0.382	0.359	0.165	0.021	0.731
Performance	42.000	2.282	1.106	0.835	0.183	3.361

Fonte: Base de dados Amadeus/ Stata/ Elaboração Própria

Quando estamos perante as empresas de grande dimensão no período que não foi diretamente afetado pela crise, verificamos que a média da performance é de 228%, valor este que nos indica que as receitas totais são significativamente superiores aos ativos totais. Neste período, a idade das grandes empresas ronda os 15 anos e, estas empresas empregam, em média cerca de 353 trabalhadores.

Os ativos totais correspondem, em média, a 37,319.058 e os passivos totais a de cerca de 21,010.973 milhões de euros. Além disso, as empresas têm em média, uma tangibilidade de 31,3%, apresentam ser muito sólidas, isto é, apresentam uma liquidez de 1,760.

O financiamento próprio é de, em média, 38,2% e o financiamento alheio de 14,8%.

Observando os valores quer das empresas de grande dimensão, quer das PME's, conseguimos concluir que o valor da performance é maior nas PME's em período onde a crise esteve presente e, nos anos em que Portugal não foi afetado pela crise foram as grandes empresas as que sobressaíram. Além disso, verificamos que dentro da amostra estudada, são as empresas de maior dimensão que conseguem ter uma percentagem maior de financiamento alheio e de financiamento próprio. As empresas com maior rácio de tangibilidade são as empresas de grande dimensão, independentemente do período em questão.

Uma vez que as empresas de grande dimensão representam uma minoria na amostra, cerca de 0,21% contra 99,79% das PME's achei conveniente estudarmos as estatísticas descritivas das PME's em relação à sua dimensão, isto é, se pertencem às microempresas, pequenas ou médias. Além do mais, foram eliminados os *outliers*⁵ para que o estudo fosse mais preciso.

Tabela 10: Estatísticas Descritivas relativas às microempresas em período de crise (micro=1 e crise=1)

VARIÁVEIS	N	média	p50	sd	min	máx
Ativos Totais	10,393	175.079	69.280	458.706	0.315	20,276.056
Nº empregados	10,393	4.650	4.000	2.458	1.000	9.000
Idade	10,393	12.218	13.000	5.683	3.000	26.000
Tangibilidade	9,983	0.234	0.168	0.213	0.000	1.893
Passivos totais	10,393	136.555	49.917	427.389	0.000	21,238.463
Liquidez	10,385	2.256	1.335	26.415	0.025	2,467.863
F. Alheio	10,322	0.036	0.000	0.151	0.000	5.739
C. Próprio	10,393	0.156	0.251	0.976	-39.121	1.000
Performance	10,301	1.597	1.343	1.343	-1.778	47.786

Fonte: Base de dados Amadeus/ Stata/ Elaboração Própria

⁵ valores que apresentam uma discrepância muito elevado das demais da serie; valor atípico

Tabela 11: Estatísticas Descritivas relativas às microempresas em período pós e pré-crise (micro=1 e crise=0)

VARIAVÉIS	N	média	p50	sd	min	máx
Ativos Totais	8,501	153.158	64.584	311.356	0.007	6,583.486
Nº empregados	8,501	4.497	4.000	2.485	1.000	9.000
Idade	8,501	9.632	9.000	6.706	1.000	26.000
Tangibilidade	5,965	0.228	0.163	0.214	0.000	0.999
Passivos totais	6,182	113.658	41.116	250.569	0.000	5,792.423
Liquidez	6,178	4.775	1.373	196.741	0.009	15,454.058
F. Alheio	6,149	0.038	0.000	0.163	0.000	6.416
C. Próprio	8,501	0.099	0.287	2.091	-107.914	1.000
Performance	8,420	1.726	1.409	3.226	-2.073	254.441

Fonte: Base de dados Amadeus/ Stata/ Elaboração Própria

Ao analisarmos o comportamento das microempresas verificamos que, em média, a sua performance, é de 160% e de 173%, em período de crise e em período “não crise”, respetivamente. Ademais, as microempresas contêm, em média, 4 trabalhadores, independentemente do período em que se enquadram.

Além disso, contrariamente às expectativas, a tangibilidade das microempresas de 2008 a 2013 é de 23,4%, valor este superior ao do período “não crise”, cujo valor médio é de 22,8%.

Os ativos totais também apresentam um valor mais elevado nos anos em que as empresas estão perante o colapso económico, 175.079 milhões de euros contra 153.158 milhões de euros, contrariamente às expectativas. No que concerne aos passivos totais, a tendência é a mesma e o valor surge superior também em período de crise. Estas firmas, conseguem obter uma percentagem menor de financiamento alheio e autofinanciam-se mais nos anos de crise.

Tabela 12: Estatísticas Descritivas relativas às pequenas empresas em período de crise (pequenas=1 e crise=1)

VARIÁVEIS	N	média	p50	sd	min	máx
Ativos Totais	8,538	503.841	209.072	863.757	2.560	12,959.699
Nº empregados	8,538	18.894	17.000	7.671	10.000	39.000
Idade	8,538	14.413	15.000	5.754	3.000	26.000
Tangibilidade	8,450	0.252	0.205	0.192	0.000	1.013
Passivos totais	8,538	368.651	156.190	622.910	1.916	10,520.012
Liquidez	8,538	1.527	1.310	0.922	0.031	24.832
F. Alheio	8,522	0.056	0.000	0.110	0.000	1.476
C. Próprio	8,538	0.163	0.237	0.742	-31.380	0.960
Performance	8,537	1.880	1.609	1.539	0.012	70.743

Fonte: Base de dados Amadeus/ Stata/ Elaboração Própria

Tabela 13: Estatísticas Descritivas relativas às pequenas empresas em período pré-crise e pós crise (pequenas=1 e crise=0)

VARIÁVEIS	N	média	p50	sd	min	máx
Ativos Totais	6,619	526.410	218.166	926.729	0.415	17,571.041
Nº empregados	6,619	19.202	17.000	7.835	10.000	39.000
Idade	6,619	12.293	13.000	6.765	1.000	26.000
Tangibilidade	4,802	0.247	0.199	0.208	0.000	5.544
Passivos totais	4,839	385.031	152.177	705.474	1.391	12,099.488
Liquidez	4,839	1.627	1.345	2.355	0.010	145.557
F. Alheio	4,828	0.067	0.000	0.703	0.000	48.108
C. Próprio	6,619	0.141	0.263	1.803	-103.154	0.993
Performance	6,619	1.991	1.630	4.733	-0.038	362.511

Fonte: Base de dados Amadeus/ Stata/ Elaboração Própria

Através das duas tabelas relativas às pequenas empresas, podemos apurar que, a performance é superior quando não estamos perante o colapso económico, apresentando uma percentagem de 188% em período de crise contra 199% em período não afetado pela crise económica e financeira. Além disso, as pequenas empresas têm aproximadamente 19 trabalhadores em qualquer dos períodos. Quando equiparamos os rácios financeiro, corroboramos que as pequenas empresas têm aproximadamente a mesma tangibilidade nos dois períodos, contudo, apresentam um rácio de liquidez menor para o período de crise.

Por fim, verificamos que as empresas de 2008 a 2013 exibem uma percentagem de financiamento próprio maior, em média, de 16,3%, contudo, conseguem obter menos financiamento externo (5,6% contra 6,7%).

Tabela 14: Estatísticas Descritivas relativas às médias empresas em período de crise (médias=1 e crise=1)

VARIAVÉIS	N	média	p50	sd	min	máx
Ativos Totais	1,835	2,754.656	1,308.850	4,683.627	6.334	52,694.330
Nº empregados	1,835	71.070	59.000	35.114	40.000	239.000
Idade	1,835	16.334	16.000	6.153	3.000	26.000
Tangibilidade	1,823	0.279	0.244	0.189	0.000	0.973
Passivos totais	1,835	1,951.449	954.440	3,255.321	21.120	38,307.039
Liquidez	1,835	1.457	1.286	0.783	0.007	8.897
F. alheio	1,832	0.094	0.038	0.128	0.000	1.103
C. próprio	1,835	0.042	0.222	3.659	-152.776	0.888
Performance	1,833	1.991	1.710	1.492	-0.628	34.266

Fonte: Base de dados Amadeus/ Stata/ Elaboração Própria

Tabela 15: Estatísticas Descritivas relativas às médias empresas em período pré-crise e pós crise (médias=1 e crise=0)

VARIAVÉIS	N	média	p50	sd	min	máx
Ativos Totais	1,597	3,010.887	1,329.350	5,265.020	17.981	105,571.197
Nº empregados	1,597	72.798	59.000	37.732	40.000	248.000
Idade	1,597	14.371	15.000	7.081	1.000	26.000
Tangibilidade	1,196	0.267	0.237	0.190	0.000	0.941
Passivos Totais	1,199	2,211.225	963.965	3,810.806	41.202	64,063.344
Liquidez	1,199	1.574	1.344	0.991	0.030	13.601
F. Alheio	1,198	0.090	0.038	0.142	0.000	1.819
C. Próprio	1,597	0.128	0.256	1.122	-32.714	0.928
Performance	1,595	2.010	1.704	1.466	-0.148	21.351

Fonte: Base de dados Amadeus/ Stata/ Elaboração Própria

Os resultados da tabela 16 e da tabela 17 indicam que a performance das médias empresas é superior quando não estão perante uma rutura económica, revelando um valor de, em média, 201% comparativamente com o período de crise, onde a performance apresenta um valor médio de 199%. Além disso, o número de empregados esta muito próximo em ambos os períodos, variando apenas 1 trabalhador de um período para o outro. A idade média das médias empresa em período de crise, é de 16 anos enquanto que, em período “não crise” é de 14 anos. No que diz respeito á tangibilidade, o rácio é superior no período de crise, em cerca de 27,9% contra 26,7%, respetivamente.

O financiamento alheio das empresas de média dimensão para ambos os períodos é de aproximadamente de 9% variando, o financiamento próprio, onde, estas empresas expõem uma autonomia financeira de, em média, 4,2% em período de crise e, em período “não crise” de cerca de

12,8%.

Concluimos assim que, as estatísticas descritivas apontam para uma performance superior quando nos referimos às empresas de média dimensão. Ademais, o financiamento alheio também é superior quando estamos a falar das empresas desta dimensão. A autonomia financeira das empresas, é superior em período de crise nas empresas de pequena dimensão.

4.2 Matriz de Correlações

Tabela 16: Matriz de Correlações de Pearson das variáveis

Variáveis	Performance	Crise	Micro	Pequenas	Médias	Dimensão	Nº empregados	idade	Tangibilidade	Liquidez	F. Alheio	C. Próp.
Performance	1											
Crise	-0.0197***	1										
Micro	-0.0521***	-0.00791	1									
Pequenas	0.0391***	0.0155**	-0.830***	1								
Médias	0.0234***	-0.0122*	-0.320***	-0.261***	1							
Dimensão	0.0557***	0.00807	-0.804***	0.484***	0.562***	1						
Nº empregados	0.0316***	-0.0115*	-0.513***	0.0756***	0.726***	0.753***	1					
Idade	-0.106***	-0.000204	-0.215***	0.132***	0.145***	0.282***	0.207***	1				
Tangibilidade	0.0898***	0.0154**	-0.0547***	0.0275***	0.0475***	0.0553***	0.0499***	-0.0710***	1			
Liquidez	-0.00474	-0.00736	0.00950	-0.00778	-0.00321	-0.0171**	-0.00594	-0.00340	-0.0129*	1		
F. Alheio	-0.00954	-0.00960	-0.0489***	0.0235***	0.0437***	0.0538***	0.0498***	0.0342***	0.0173**	-0.00227	1	
C. Próprio	-0.472***	0.0000771	-0.00327	0.00890	-0.0100	0.00959	0.00267	0.0300***	-0.0954***	0.00476	-0.143***	1

Fonte: Elaboração própria / A designação completa das variáveis pode ser analisada através da Tabela 5, pág 36
 p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Através do quadro acima exposto verificamos que, a variável performance está positivamente correlacionada com as variáveis dummy pequenas e médias e, com a dimensão, número de empregados e tangibilidade. Ainda, na matriz das correlações identifica-se uma relação negativa entre a crise, as empresas de média dimensão, número de empregados, idade, liquidez e financiamento alheio. Contudo, tanto as microempresas, o financiamento alheio, tanto as liquidez não são estatisticamente significativas. No que concerne à variável microempresas, esta encontra-se correlacionada negativamente com quase todas as variáveis, à exceção da liquidez e do capital próprio, para um nível de significância de 1%. A variável dimensão esta correlacionada positivamente com todas as variáveis à exceção das micro e da liquidez. A liquidez não apresenta uma correlação nem com o financiamento alheio nem com o capital próprio. Por fim, verificamos que o financiamento alheio e o capital próprio estão negativamente correlacionados. É de ressaltar que, através da matriz das correlações entre as variáveis independentes podemos excluir a hipótese de problemas de multicolinearidade⁶ como Vieira e Novo (2010) indicam esta questão só se torna grave se a correlação entre as variáveis for superior a 0,8 o que não se verifica.

4.2 Resultados dos modelos de regressão linear

Os modelos abaixo elaborados permitem-nos avaliar a performance das empresas consoante as variáveis explicativas apuradas na revisão de literatura. A tabela (...) permite-nos apurar o impacto da crise na performance das empresas e, a tabela (..) permite-nos apurar o impacto da crise na performance das empresas das micro, pequenas ou médias empresas.

⁶ presença de uma relação linear entre as variáveis explicativas do modelo de regressão

Tabela 17: Resultados da Estimação do Impacto da Crise na Performance das Empresas

VARIÁVEIS	Modelo A Performance	Modelo B performance
Idade	-0.4616*** (0.0223)	-0.3382*** (0.0296)
Tangibilidade	1.0746*** (0.0672)	3.6300*** (0.1076)
Financiamento alheio	-0.7276*** (0.1255)	-1.0647*** (0.2027)
Dimensão	0.2178*** (0.0133)	0.1860*** (0.0212)
Crise		1.5291*** (0.1171)
Idade * crise		-0.2841*** (0.0458)
Tangibilidade*crise		-4.1322*** (0.1366)
F. Alheio * crise		0.5509** (0.2560)
Dimensão *crise		0.0548** (0.0270)
Constant	2.1463*** (0.0573)	1.3453*** (0.0755)
Observations	30,404	30,404
R-squared	0.029	0.058
RMSE	2.313	2.313
LogLikelihood	-68627	-68627

Fonte: Elaboração própria / A designação complete das variáveis pode ser analisada através da Tabela 5, pág 36
Standard errors in parentheses/ * p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1**

Tabela 18: Resultados da Estimação do Impacto da Crise na Performance das Micro, Pequenas e Médias Empresas

VARIÁVEIS	Modelo C Performance	Modelo D performance
Crise	-0.1243*** (0.0294)	-0.2326 (0.5985)
Idade		-0.2850*** (0.0109)
Tangibilidade		-0.4771*** (0.0325)
Liquidez		0.6646*** (0.0070)
C. Próprio		-3.3141*** (0.0103)
Micro		-1.6112*** (0.4236)
Pequenas		-1.2091*** (0.4236)
Médias		-0.9717** (0.4246)
Micro * crise		0.2362 (0.5989)
Pequenas * crise		0.1836 (0.5989)
Médias * crise		0.1957 (0.6001)
Constant	1.8658*** (0.0220)	3.6894*** (0.4244)
Observations	36,083	30,503
R-squared	0.000	0.779
RMSE	2.313	2.313
LogLikelihood	-68627	-68627

Fonte: Elaboração própria / A designação complete das variáveis pode ser analisada através da Tabela 5, pág 36
Standard errors in parentheses/ *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.3 Discussão dos Resultados Obtidos

Para avaliarmos o impacto da crise na performance das empresas estimamos, a crise, a idade (logaritmo do número de empregados), a tangibilidade, o financiamento alheio e a dimensão que é medida pelo logaritmo do número de empregados. Quer o modelo A, quer o modelo B não incluem a variável explicativa financiamento próprio pois, se estamos a incluir o financiamento alheio já sabemos que o que não é alheio irá ser próprio.

Assim, a variável idade permite-nos inferir que o aumento de 1% na idade da empresa, leve em média, a uma diminuição da performance de 0,46 p.p⁷ mantendo tudo o resto constante, o que nos remete para a hipótese 1. No que diz respeito à hipótese 3, espera-se que um aumento de 1 p.p na tangibilidade das empresas se traduza num aumento de 1,07 p.p na performance das empresas. Além disso, ao estudar a variável financiamento alheio verificamos que, um aumento de 1 p.p no recurso aos empréstimos indique, em média, uma diminuição de cerca de 0,72 p.p na performance das empresas o que nos indica que a hipótese 5 seja verdadeira. A variável dimensão indica-nos que, um aumento de 1% na dimensão das empresas, isto é, no número de empregados, leva a um aumento de 0,217 p.p na performance das empresas, *ceteri paribus*.

A medida de bondade de ajustamento, r^2 permite-nos concluir que, cerca de 29% das variações da variável dependente são explicadas pelo modelo.

Uma vez que o foco da presente dissertação gira em torno da recente crise financeira, é então necessário testar se, efetivamente a performance das empresas é diferente para os anos de crise e para os anos em que não estávamos perante uma crise. Assim, para que possamos executar este teste utilizamos variáveis dummy, em particular, a variável dummy crise.

O teste Chow considera o problema de testar a igualdade de dois conjuntos de coeficientes de regressão e, para avaliar se os parâmetros são diferentes entre dois grupos irá corresponder a estimar duas regressões da performance, isoladamente, ou seja, incluímos uma variável crise que não estava aplicada na regressão do modelo A. Neste caso avaliamos a quebra de estrutura em torno dessa variável através de um modelo em que é adicionada a variável dummy bem como todas as interações com as variáveis originais. Pelo que o teste de Chow corresponde a realizar um teste de significância conjunta às variáveis adicionais face ao modelo definido como A. O modelo genérico formulado é do tipo:

$$\mathbf{perfor} = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \log(\text{idade}) + \hat{\beta}_2 \text{tang} + \dots + \hat{\delta}_0 \text{crise} + \hat{\delta}_1 \log(\text{idade}) * \text{crise} + \dots + \varepsilon$$

$$H_0: \hat{\delta}_0 = \hat{\delta}_1 = \dots = \hat{\delta}_5 = 0$$

H_1 : pelo menos um δ_5 diferente de zero

$$F_{\text{obs}} = \frac{((R_{NR}^2 - R_R^2) / m)}{((1 - R_{NR}^2) / (N - K))}$$

⁷ pontos percentuais

$$F_{\text{obs}} = \frac{(0,058 - 0,028)/5}{(1 - 0,058)/(30404 - 10)} = 193,60$$

$$F_{\text{crit}} M; (N - k) = F_{\text{crit}} 5; 30498 = 3,35$$

Neste caso para a elaboração do teste de Chow o modelo restrito corresponde ao modelo A uma vez que inclui a restrição da hipótese nula, ou seja, os parâmetros adicionais (as interações) são iguais a zero. O modelo não restrito diz respeito ao modelo D estimado com a variável dummy *crise* igual a 1. Como $|193,60| > 13,35$ rejeitamos H_0 a um nível de significância de 1%. Logo, existe evidência estatística suficiente para concluir que a estrutura da performance se alterou nas diferentes subamostras.

Com o propósito de averiguar se de fato, a crise teve ou não um impacto sobre a performance das empresas estimamos o modelo C, de acordo com a abordagem mais simples. Assim, através do teste de significância individual, que se executa para perceber se a variável *crise* efetivamente é relevante ou não para explicar a performance das empresas, averiguamos que, efetivamente a crise é uma variável estatisticamente significativa para estudar a performance das empresas e assim, podemos afirmar esta variável é estatisticamente significativa a um nível de significância de 1%. Ao executar o Teste t verificamos que:

$$H_0: \beta_1 = 0$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

$$T_{\text{obs}} = \frac{\hat{\beta}_1 - \beta_1}{\text{se}^8(\hat{\beta}_1)}$$

$$T_{\text{obs}} = \frac{-0.1243 - 0}{0.0294} = -4.22$$

$$T_{\text{crit}} (n-k); \frac{\alpha}{2} = T_{\text{crit}} 36081; 0,005 = 2,57597$$

De acordo com a regra de decisão, rejeitamos H_0 se $|T_{\text{obs}}| > |T_{\text{crit}}|$. Como $4,22 > 2,58$, rejeitamos H_0 a um nível de significância de 1%. Assim, podemos afirmar que a variável *crise* é então relevante para a explicação da performance das empresas.

* desvio padrão do coeficiente estimado beta 1

De seguida, passamos para a estimação do modelo D, modelo este que, incorpora todas relevantes para o estudo, sendo assim o mais completo. Assim, neste modelo mantivemos a variável idade, que é executada através do logaritmo dos anos de existência da empresa (até 2016), a variável tangibilidade e crise e adicionamos a variável liquidez, financiamento próprio, e mais três *dummys* relativas às características de dimensão da empresa, entre elas, micro, pequenas e médias cujo valor é 1 quando são pertencentes à categoria onde se encontram e 0 caso contrário.

Posto isto, obtivemos que, se a idade aumentar cerca de 1% estima-se que, em média, a performance das empresas diminua cerca de 0,28 p.p, mantendo tudo o resto constante. No que concerne à variável tangibilidade, verificamos que se a relação entre os ativos fixos tangíveis com os ativos totais aumentar 1 p.p, estima-se que a performance das empresas diminua em média cerca de 0,48 p.p. Além disso, por cada aumento de 1 p.p no rácio de liquidez espera-se que, leve a um aumento médio de cerca de 0,66 p.p da performance da empresa, mantendo tudo o resto constante. No que diz respeito à utilização de capital próprio, analisamos que, um aumento de 1 p.p leve, em média, a uma diminuição em cerca de 3,31 p.p na performance das empresas, mantendo tudo o resto constante, contrariando assim a hipótese 7.

A estimação do parâmetro relativa à variável dummy *crise* mede a diferença do valor esperado das empresas de grande dimensão em período de crise e em período não afetado diretamente pelo colapso económico é de aproximadamente 23,26⁹ p.p, mantendo tudo o resto constante. Esta variável independente mostra então que, a performance das grandes empresas foi inferior no período em que as mesmas foram afetadas pela crise. A variável *micro* permite-nos inferir que a diferença média da performance das empresas com menos de 10 empregados em relação às grandes empresas em período em que não foram afetadas pela crise é de 161 p.p¹⁰, a favor das grandes empresas mantendo tudo o resto constante. Prevendo-se assim que, a performance das grandes empresas em período não crise seja maior. Relativamente à diferença média entre a performance das pequenas empresas e das empresas de grande dimensão, quando não estão em período de crise, esta é de 121p.p¹¹ a favor das grandes empresas, mantendo tudo o resto igual. Mais uma vez, quando não estão em período de crise, as grandes empresas são as que apresentam um desempenho melhor quando as comparamos em termos de dimensão. A diferença média da performance entre as médias empresas e as empresas de

⁹ $E(perf | crise = 1, micro = medias = pequenas = 0) - E(perf | crise = micro = medias = pequenas = 0) = -0,2326$

¹⁰ $E(perf | micro = 1, crise = medias = pequenas = 0) - E(perf | crise = micro = medias = pequenas = 0) = -1,6112$

¹¹ $E(perf | peq = 1, crise = micro = medias = 0) - E(perf | crise = micro = medias = peq = 0) = -1,2091$

grande dimensão quando não estão em período de crise é de 98 p.p.¹², a favor das grandes empresas, mantendo tudo o resto constante.

Por outro lado, o hiato médio da performance entre as microempresas e das empresas de grande dimensão quando estão em período de crise é de 23,26 p.p.¹³ a favor das microempresas, isto é, em período de crise as micro têm uma performance maior. Relativamente à interação entre a variável crise e a variável pequenas verificamos que, a diferença média entre as empresas de pequena dimensão e as empresas de grande dimensão em período de crise é de 18,36 p.p.¹⁴, a favor das empresas de pequena dimensão, mantendo tudo o resto igual. Por fim, a diferença média entre a performance das empresas de dimensão média e de grande dimensão em período de crise é de 20 p.p.¹⁵, *ceteri paribus*, também a favor das empresas médias.

A partir da estimação do modelo OLS conseguimos então auferir que, em período em que a crise não afetou diretamente a economia, as empresas de grande dimensão foram as que obtiveram uma performance melhor quando as comparámos às PME's. Contudo, contrariamente as expectativas, foram as empresas de menor dimensão as que em tempo de crise conseguiram dar melhor a volta a situação. A variável estrutura dos ativos contraria, neste modelo, a hipótese 3, mostrando que quando esta relacionada com outras variáveis à medida que a tangibilidade aumenta, a performance das empresas deste setor decresce. Podemos assumir a hipótese 6, relativa à relação negativa entre a crise e a performance das empresas, como verdadeira.

Pela observação da tabela acima descrita, verificamos que $r^2 = 88\%$ o que significa que cerca de 78% das variações da variável dependente são explicadas pelo modelo.

Podemos afirmar que as variáveis explicativas idade, tangibilidade, liquidez, financiamento próprio, micro, pequenas e médias são estatisticamente significativas para um nível de significância de 1%, enquanto que a variável *dummy* crise e o resto das interações com ela executadas não são estatisticamente significativas o que nos sugere que, a variável crise afeta a performance das empresas no entanto, afeta por via dos indicadores financeiros, ou seja, o facto de estarmos num período de crise, faz com que haja uma maior propensão ao risco, a taxas menores de liquidez e tangibilidade e o que afeta diretamente a performance das empresas.

¹² $E(perf|médias = 1, crise = micro =peq = 0) - E(perf|crise = micro = médias =peq = 0) = -0,971$

¹³ $E(perf|micro = crise = 1, medias =peq = 0) - E(perf|crise = 1, micro = medias =peq = 0) = 0,2362$

¹⁴ $E(perf|pequenas = crise = 1, micro = medias = 0) - E(perf|crise = 1, micro = medias = pequenas = 0) = 0,1836$

¹⁵ $E(perf|médias = crise = 1, micro = pequenas = 0) - E(perf|crise = 1, micro = medias = pequenas = 0) = 0,20$

4.4 Discussão dos Resultados Obtidos

No que diz respeito à idade das empresas, podemos averiguar que, à medida que a idade aumenta a performance das empresas diminui facto este que vai ao encontro da revisão bibliográfica, o que significa que quanto mais anos de sobrevivência a empresa tem, menor será a sua performance. Isto poderá acontecer pelo facto das empresas mais antigas não terem gestores capazes de evoluírem e, a ideia de que idade seria reputação esta abandonada. Raposo (2013) no seu trabalho de investigação também encontra uma relação negativa entre a performance e idade das empresas. Contudo, estas conclusões relativamente à idade contrariam também as conclusões de Gregory et al. (2005) que sugere que as empresas de maior idade detêm uma capacidade superior de reconhecer novas oportunidades. Serrasqueiro e Nunes (2008) entram em concordância com os resultados de Gregory et al (2005) mostrando que a idade tem um impacto positivo na performance das empresas portuguesas, independentemente da variável explicativa idade seja calculada em função do número de vendas, dos ativos totais ou do número de empregados.

No que concerne à tangibilidade dos ativos, os efeitos são ambíguos na performance pois, se no modelo estiver implícito o financiamento próprio espera-se uma relação negativa, no entanto, se estiver subentendido o financiamento alheio a tangibilidade mostra-se positiva. Em ambos os modelos esta variável mostra-se estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%, isto é, há evidencia suficiente para afirmar que a tangibilidade é uma variável que influencia a performance das empresas. Os resultados da estimação da tangibilidade relativa ao modelo D, que nos mostra que quanto maior for a tangibilidade menor é a performance das empresas, entra em consenso com varias investigações empíricas da literatura, como por exemplo os apresentados por Carvalho et al. (2009) e com Serrasqueiro e Maças (2008), sugerindo que as empresas com maiores níveis de tangibilidade são menos propensas à inovação e têm uma menor capacidade de procurarem oportunidades de futuro o que se traduz então numa performance menor.

Relativamente à liquidez, observamos que existe uma relação positiva entre a performance e o rácio de liquidez. Assim, quanto maior for a capacidade da empresa fazer face aos compromissos de curto prazo, maior será a performance. Esta variável é estatisticamente significativa para um nível de significância de 1% o que nos leva a inferir que de fato é uma variável que contribui para a explicação da performance da empresa. Carvalho et el (2009) e Serrasqueiro e Nunes (2008) argumentam que um maior nível de liquidez permite uma maior capacidade de enfrentar mudanças nas empresas onde operam. Este pressuposto entra em consenso com o presente estudo.

Quando o financiamento alheio é estudado e analisada a sua relação com a performance verificamos que, à medida que o financiamento alheio aumenta, a performance das empresas diminui. Os resultados da estimação deste modelo vão ao encontro da teoria *pecking order* que assenta no pressuposto que as empresas se devem financiar de forma hierárquica primeiro, recorrendo ao capital próprio e só em caso de necessidade deverão recorrer ao financiamento alheio. Serrasqueiro e Nunes (2008) também sugerem uma relação negativa entre o endividamento e performance.

No que diz respeito à variável dimensão, verificamos que a mesma se relaciona de forma positiva com a performance e apresenta-se como sendo uma variável estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%. Os resultados da estimação dos modelos comprovam a análise feita na revisão de literatura que nos indicava que as grandes empresas em média teriam uma performance maior, cuja justificação se prendia pelo facto dos bancos concederem financiamento mãos facilmente a empresas mais transparentes. Para o nosso estudo, observamos assim que, à medida que aumenta o número de empregados, a performance aumenta. Os resultados referentes à estimação do modelo não coincidem com as investigações empíricas realizadas por Raposo (2013) nem pelo Serrasqueiro e Nunes (2016). A dimensão da empresa foi também estudada de forma categorizada, isto é, subdividida em micro, pequenas e médias empresas que nos permitiu inferir que a relação que estabelecem com a performance é negativa e estatisticamente significativa.

No que diz respeito à crise variável que queríamos testar, apresentou uma relação negativa com a performance, o que induz que em anos de crise a performance das empresas em geral é inferior. No entanto, a variável em causa não é estatisticamente significativa. Na investigação elaborada por Serrasqueiro e Nunes (2016) a variável crise também demonstrou influenciar negativamente a performance das empresas.

Com a estimação do modelo D inferimos que são as grandes empresas as que conseguem obter uma performance melhor quando as comparamos com as PME's em período ausente da crise e, que são as PME's as empresas que conseguiram enfrentar melhor os problemas económicos. As interações criadas no modelo D, não servem também para explicar o modelo pois, não são estatisticamente significativas.

5. CONCLUSÕES E LIMITAÇÕES

A recente crise económica e financeira foi um dos fenómenos que mais consequências trouxe para a macroeconomia portuguesa. Com a crise do *subprime* iniciada nos EUA, seguido do transtorno Europeu com o aumento da exigência dos rácios de capital impostos pelo Banco Central Europeu, e do colapso português, resultaram num forte aperto na concessão de crédito às empresas Portuguesas. A falência do BPN e do BPP gerou uma desconfiança por parte dos investidores na banca bem como uma limitação na concessão de crédito por parte das instituições financeiras. Dado que as empresas portuguesas financiam se essencialmente através de financiamento alheio é importante analisar em que medida é que a performance das empresas foi ou não afetada pela recente crise económica e financeira. As abordagens teóricas levaram a argumentar que as PME's, em particular, em período de crise, teriam sido mais afetadas, uma vez que, o financiamento bancário teria sido mais limitado e por isso as empresas não conseguiriam fazer os investimentos que desejavam.

O período temporal em estudo concentra-se entre 2007 a 2016, e subdivide-se entre o período onde a crise esteve presente, de 2008 a 2013, o ano pré e os anos pós crise. De 2008 a 2013 vivemos num período conturbado, onde a banca portuguesa necessitava de uma forte recapitalização, enfrentando várias exigências a nível de capital o que se traduziu numa forte diminuição da concessão de crédito, em particular às empresas de menor dimensão, uma vez que eram estas as empresas com menos garantias.

Numa primeira abordagem, estudou-se, através da revisão da literatura, quais as teorias mais frequentemente utilizadas para analisar a estrutura de capitais das empresas uma vez que estrutura de capitais reflete como são financiados os investimentos das empresas. Desta forma, a escolha da estrutura de capitais das PME's portuguesas segue os pressupostos da teoria de *trade-off* e *pecking order*. Adicionalmente, foi necessário compreender qual a forma de financiamento mais frequentemente utilizado quer pelas empresas de menor dimensão quer pelas empresas de maior. Assim, compreende-se que as empresas de menor dimensão são as que dependem maioritariamente do financiamento alheio para poderem atingir uma performance ideal. No entanto, estabelece-se um paradoxo uma vez que, segundo a teoria de *pecking order* as empresas deveriam primeiro autofinanciar-se com fundos gerados internamente e só depois recorrerem a empréstimos, havendo então uma relação negativa entre a performance e o endividamento para Myers e Majluf, autores que defenderam esta teoria.

Para podermos analisar se a crise afetou ou não a performance das empresas foi necessário, perceber quais os fatores que definem a performance das empresas. Assim, foram vários os autores que

identificaram a liquidez, a tangibilidade, o capital próprio, o financiamento alheio, a idade e a dimensão como fatores cruciais na determinação do desempenho de uma empresa.

Uma vez que a base de dados onde retiramos a informação estática têm inúmeras empresas, foi necessário fazer uma seleção para podermos encurtar a amostrar e assim o modelo a estimar apresentar maior viabilidade. Assim, escolheu-se os códigos NACE referentes à indústria têxtil e do vestuário e, uma vez feita essa tiragem foi necessário acrescentar à revisão de literatura um subcapítulo que referencia-se esse setor.

Para responder então à primeira questão proposta para a investigação, analisamos que todos os fatores acima mencionados, à exceção da crise, são estatisticamente significativos para analisar a performance das empresas do setor têxtil e do vestuário no Norte.

Numa primeira fase, incluímos apenas variáveis com a tangibilidade, a idade, a dimensão, a crise e o financiamento alheio para responder à questão de investigação. No que concerne à influência do financiamento alheio, traduzido pelo peso dos empréstimos bancários em relação aos ativos, os resultados apontam para um relacionamento negativo entre o financiamento alheio e a performance das empresas. Além disso, este fator mostrou-se determinante para analisar a performance das empresas. Esta conclusão, remete-nos para a teoria de *pecking order* uma vez que, segundo esta premissa, as empresas devem, em primeiro lugar recorrer aos fundos gerados internamente para realizarem investimentos e, só em caso de necessidade deverão recorrer ao financiamento alheio.

No que se refere à elaboração de um modelo estatístico que permita avaliar o impacto da crise económica e financeira na performance das empresas em geral do setor têxtil e do vestuário, subcategorizadas pela sua dimensão, incluímos variáveis relativas aos rácios financeiros, tangibilidade e liquidez, o capital próprio e a idade e, as variáveis dummy micro, pequenas e médias. Assim, apesar da crise não ser estatisticamente significativa, conseguimos averiguar que, são as PME's deste setor as empresas que conseguem obter uma performance superior quando comparadas com as grandes empresas em período de perturbações económicas e financeiras.

De acordo Vermoesen et al (2013) a crise financeira global trouxe consequências para as PME's, na medida em que aumentaram as restrições que as empresas enfrentam ao cessarem financiamento externo. Sendo assim, em períodos de crise financeira, podemos esperar que as PME's sejam mais dependentes do financiamento interno e dos subsídios do governo para financiar seu crescimento. Além disso, podemos esperar que a dívida seja menos relevante para a performance das PME's. Com a estimação deste modelo, conseguimos averiguar também que, a relação entre o quociente entre ativos fixos tangíveis e os ativos totais e a performance das empresas é negativa, podendo então afirmar que à

medida aumentam os ativos fixos tangíveis, a performance das empresas diminui. Relativamente à idade, verificamos que é um fator determinístico da performance das empresas do setor têxtil e do vestuário, observando-se uma relação negativa entre a idade e a performance das empresas, o que nos indica que, quanto mais anos a empresa operar no setor, menor é a sua performance. À medida que as empresas se vão estruturando no mercado onde operam, tendem a reforçar o seu mercado até atingirem a eficiência, a importância desse objetivo diminui à medida que as empresas se aproximam ou alcançam um tamanho eficiente. Assim, as empresas tendem a ter uma performance menor quando atingem o tamanho que garante a sua eficiência máxima. Além disso, à medida que a empresa vai envelhecendo, se os seus gestores não se adaptarem à inovação tecnológica, a empresa poderá não conseguir evoluir em conformidade com o mercado em que se insere. O rácio liquidez é outro dos fatores que cruciais para avaliar a performance das empresas e, remete-nos para uma relação positiva entre a liquidez e a performance das empresas, o que nos indica que estas têm recursos internos suficientes para financiar projetos futuros. Adicionalmente verifica-se uma relação negativa entre o capital próprio e a performance das empresas deste setor, isto é, à medida que as empresas utilizam mais capital dos investidores e acionistas a performance das empresas tem tendência a diminuir.

É de salientar que o modelo elaborado apresentou uma abordagem diferenciada das restantes investigações relativas à performance das empresas, na medida em a variável dimensão foi categorizada em três variáveis *dummy*, para se poder comparar a performance das grandes empresas relativamente às mais pequenas. Ademais, adicionou-se a variável *dummy* crise, variável esta que raramente foi incluída noutros estudos.

Os resultados desta investigação podem contribuir para uma melhor compreensão dos determinantes da performance das empresas do Norte de Portugal do setor têxtil e do vestuário bem como uma perceção de que, neste setor específico, a crise, contrariamente ao expectável, afetou mais a performance das empresas de grande dimensão, sendo as PME's as empresas que conseguiram um desempenho melhor no período conturbado. Contudo, uma das limitações prende-se com o facto da análise se prender somente para as empresas do Norte de Portugal, o que nos induz para uma restrição em termos geográficos. Além disso, a regressão múltipla deveria ser estimada através do modelo de efeitos fixos e aleatórios para que a estimação fosse mais precisa uma vez que os dados estudados são considerados dados em painel. No entanto, é de realçar que devido a falta de conhecimentos técnicos foi impossível fazê-lo de forma eficiente. Com base nas conclusões obtidas através da presente dissertação e, uma vez que, surpreendentemente, as PME's são as que a nível de desempenho se realçaram mais em período de crise, sugere-se que, numa investigação futura se alargue o horizonte

temporal para se analisar se se sucede o mesmo. Ademais, sugere-se que, futuramente se faça uma divisão não só entre o período de crise e o período em que a crise não afetou diretamente a economia, mas também entre o período antes, durante e após.

6. BIBLIOGRAFIA

- Akbar, S. Ormod, P., e Rehman, S. 2012. "The impact of recente financial shocks on the financing and Investment Policies of UK Private Firms" *International Review of Financial Analysis*
- ATP- Associação Têxtil e Vestuário de Portugal. 2006. Retreved May 20, 2017, from <http://www.atp.pt>
- Ang, James S. 1991. "Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management the Theory of Financial Management." *Journal of Small Business* 1(1): 11–13.
- Ang, S. J. 1992. "On the heory of Finance for Privately Held Firms.", *The Journal of Small Business Finance*, 1(3), 185-203.
- Antão, Paula, e Bonfim, Diana. 2008. "Decisões Das Empresas Portuguesas Sobre a Estrutura de Capital." *Relatório de Estabilidade Financeira*.
- Antonios, Zairis G. 2015. "The Effects of the Financial Crisis on the Performance of Greek SME's." *Inernational Journal of Business, Humanities and Tecnology* 5(6): 29–37.
- Banco de Portugal. 2014 "Emprestimos concedidos pelo setor financeiro às empresas não financeiras em Portugal 2009-2014", Estudos da Central de Balanços, Lisboa: Banco de Portugal
- Blanchard, Oliver & Pedro Portugal. 2017 " Boom, Slump, Sudden Stops, Recovery, and Policy Options. Portugal and Euro"
- Baker, Malcom & Jeffrey Wurgler. 2002. "Market Timing and Capital Structure." *The Journal of Finance*
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-kunt, Luc Laeven, & Vojislav Maksimovic. 2004. "The Determinants of Financing Obstacles." *World Bank Policy Research Working Paper 3204* (February).
- Beck, Thorsten, & Asli Demirgüç-kunt. 2006. "Small and Medium-Size Enterprises : Access to Finance as a Growth Constraint." *The World Bank* 30: 2931–43.
- Beck, Thorsten, Asli Demirguc-kunt, & Vojislav Maksimovic. 2005. "Financial and Legal Constraints to Growth : Does Firm Size Matter ?" *The Journal of Finance* LX(1).
- Bigsten, Arne, and Mulu Gebreeyesus. 2007. "The Small, the Young , and the Productive: Determinants of Manufacturing Firm Growth in Ethiopia." *Economic Development and Cultural Change* (February 2007).
- Brian T Gregory, Lorraine Gardiner, Matthew Rutherford, & Sharon Oswald. 2005. "An Empirical Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing." *Journal of Small Business Management* (March 2017).
- Bricongne, Jean-charles et al. 2010. "Firms and the Global Crisis: French Exports in the Turmoil." (1245).
- Caldas, José Castro. 2013. *O Impacto Das Medidas 'Anti-Crise ' E a Situação Social E de Emprego:*

Portugal.

- Campello, Murillo, John R Graham, & Campbell R Harvey. 2010. "The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis." *Journal of Financial Economics* 97(3): 470–87..
- Carvalho, Pedro Guedes, Zélia Serrasqueiro, & Paulo Maçãs Nunes. 2013. "Profitability Determinants of Fitness SMEs : Empirical Evidence from Portugal Using Panel Data." XV(34): 417–30.
- Casey, Eddie, and Conor M O Toole. 2014. "Bank Lending Constraints , Trade Credit and Alternative Financing during the Financial Crisis : Evidence from European SMEs." *Journal of Corporate Finance* 27: 173–93.
- Castro, Joana. 2015. "The Impact of the Financial Crisis on the Financial Constraints of Portuguese Small and Medium Enterprises."
- Cihak, Martin et al. 2013. "Bank Regulation and Supervision in the Context of the Global Crisis." 9: 733–46.
- Costa, Sérgio, Luis M S Laureano, & Raul M S Laureano. 2014. "The Debt Maturity of Portuguese SMEs : The Aftermath of the 2008 Financial Crisis." *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 150: 172–81.
- Davis, E Philip, & Mark R Stone. 2004. "Corporate Financial Structure and Financial Stability." *Journal of Financial Stability* 1: 65–91.
- Demirgüç-kunt, Asli, Inessa Love, & Vojislav Maksimovic. 2006. "Business Environment and the Incorporation Decision." *Journal of Banking & Finance* 30: 2967–93.
- Dimelis, Sophia, Ioannis Giotopoulos, & Helen Louri. 2015. "Can Firms Grow Without Credit? Evidence from the Euro Area , 2005-2011: A Quantile Panel Analysis." (89): 2005–11.
- Djankov, Simeon et al. 2005. "Who Are Russia's Entrepreneurs?" *Journal of the European Economic Association* 3(May 2005): 587–97.
- European Central Bank. 2015. "The euro area bank lending survey - First quarter of 2015"
- Evans, David S. 2013. "The Relationship Between Firm Growth , Size , and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries." 35(4): 567–81.
- Ferrão, Joaquim. 2012. "O Endividamento Das Empresas E Das Famílias Portuguesas." ISCAL.
- Ferri, Michael G, & Wesley H Jones. 1979. "Determinants of Financial Structure : A New Methodological Approach." XXXIV(3): 631–44.
- Lúzio, Ricardo, 2015. "Os Determinantes Do Financiamento Bancário às PME Portuguesas Ricardo Filipe Teixeira Luzio."
- Gregory, Brian, Matthew Rutherford, Sharon Oswald & Lorraine Gardiner (2005) "An Empirical

Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing

- Goddard, John, Manouche Tavakoli, & John O S Wilson. 2006. "Determinants of Profitability in European Manufacturing and Services : Evidence from a Dynamic Panel Model." (March 2013): 37–41.
- Graham, John R, Campbell R Harvey, Erasmo Giambona, & Murillo Campello. 2010. "Liquidity Management and Corporate Investment During a Financial Crisis." (2009).
- Gschwandtner, Adelina. 2005. "Profit Persistence in the 'Very' Long Run: Evidence from Survivors and Exiters." *Applied Economics* (February).
- Hall, G. C.; Hutchinson, P. J. & Michaelas, N. 2004. Determinants of the capital structures of european SME's. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5)& (6), 711-728.
- Hall, G. C. e Hutchinson, P. J. 1993, "A probit analysis of the changes in the financial characteristics of newly quoted small firms, 1970-73 and 1980-83", *Small Business Economics*, 5(3). 207-214.
- Hall, G., Hutchinson, P. e Michaelas, N. 2000: "Industry Effects on the Determinants of Unquoted SMEs Capital Structure", *International Journal of economics of Business*, 7(3), 297-312
- Holton, S., Lawless, M., & Mc Cann F. 2013 "SME Financing Conditions in Europe: Credit Crunch or Fundamentals?" *National Institute Economic Review*, Vol 225
- Holton, S., Lawless, M., & Mc Cann F. 2014 "Firm Credit in the euro area: a tale of three crises", *Applied Economics*, Vol. 46
- Vieira, Elisabete. 2010. "A Estrutura de Capital Das PME : Evidência No Mercado Português,
- Iyer, Rajkamal, and Antoinette Schoar. 2013. "Interbank Liquidity Crunch and the Firm Credit Crunch : Evidence from the 2007 – 2009."
- INE – Instituto Nacional de Estatística 2010, "Estudos sobre Estatísticas Estruturais das Empresas - 2008" <http://www.iapmei.pt/resources/download/mpme2010.pdf>, consultado em 20/12/2012
- INE – Instituto Nacional de Estatística 2011, "Estudos sobre Estatísticas Estruturais das Empresas - 2007-2009" <http://www.iapmei.pt/resources/download/PME-perfilexportador2011.pdf>, consultado em 24/01/2013
- Joaquim, J S, Jacinto Vidigal, and Ramalho. 2009. "A Two-Part Fractional Regression Model for the Financial Leverage Decisions of Micro, Small, Medium and Large Firms."
- Kaya, Orçun. 2014. "SME Financing in the Euro Area."
- Kaya, O., Schildbach, J., AG, D, B., & Hoffmann, R. 2014 "SME financing in the euro area: New solutions to an old problem"
- Kim, Moon-kyum, and Gyoo-ok Lee. 2002. "Effect of Relationship Banking on Financing Cost and Performance of SMEs : Evidence from Panel Data of Korean Small Firms." : 1982.

- Klapper, Leora et al. 2006. "Entry Regulation as a Barrier to Entrepreneurship." 82: 591–629.
- Kronbauer, Clóvis Antônio et al. 2013. "Estrutura de Capital de Empresas Do Agronegócio: Análise Do Endividamento Geral E Financeiro No Período de 2004 a 2011." VIII: 1–23.
- Lawless, Martina, Brian O Connell, and Conor O Toole. 2015. "SME Recovery Following a Financial Crisis : Does Debt Overhang Matter ?" *Journal of Financial Stability* 19: 45–59.
- Lee, Neil. 2014. "What Holds Back High-Growth Firms ? Evidence from UK SMEs." : 183–95.
- Lee, Neil, Hiba Sameen, and Marc Cowling. 2015. "Access to Finance for Innovative SMEs since the Financial Crisis." *Research Policy* 44(2): 370–80.
- Majumdar, Sumit K. 1997. "The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance : Some Evidence from India." : 231–41.
- Matias, Fernanda, and Zélia Serrasqueiro. 2017. "Research in International Business and Finance Are There Reliable Determinant Factors of Capital Structure Decisions ? Empirical Study of SMEs in Different Regions of Portugal." *Research in International Business and Finance* 40: 19–33. ht
- Mendes, Sílvia, Zélia Serrasqueiro, and Paulo Mac. 2014. "Investment Determinants of Young and Old Portuguese SMEs : A Quantile Approach."
- Myers, S. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2),147-175.
Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Myers, S., & Majluf, N. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187–221.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. 1963. "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Notta, Ourania, and Aspasia Vlachvei. 2014. "The Impact of Financial Crisis on Firm Performance in Case of Greek Food Manufacturing Firms." *Procedia Economics and Finance* 14(14): 454–60.
- Nu, Phuong, and Minh Le. 2012. "What Determines the Access to Credit by SMEs ? A Case Study in Vietnam." 4(4).
- Rupeika-Apoga, Ramona. 2014. "Financing in SMEs : Case of the Baltic States." *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 150: 116–25.
- Ryan, Robert M, Conor M O Toole, and Fergal Mccann. 2014. "Does Bank Market Power Affect SME Financing Constraints ?" *Journal of Banking and Finance* 49: 495–505.

- Segarra, Agustí, and Mercedes Teruel. 2006. "Small Firms, Growth and Financial Constraints."
- Serrasqueiro, Zélia, and Ana Caetano. 2012. "Trade-off Theory Versus Pecking Order Theory: Capital Structure Decisions in a Peripheral Region of Portugal." (2011): 1–11.
- Serrasqueiro, Zélia, & Paulo Maças Nunes. 2008. "Performance and Size : Empirical Evidence from Portuguese SMEs." *Small Business Economics*, : 195–217.
- Serrasqueiro, Zélia, & Maças, P. 2011. "Is Age a Determinant Of SMEs' Financing Decisions? Empirical Evidence Using Panel Data Models." : 1–28.
- Serrasqueiro, Zélia, Paulo Maças Nunes, & Jacinto Vidigal Silva. 2011. "Are Capital Structure Decisions of Family-Owned SMEs Different ? Empirical Evidence From Portugal Are Capital." *Management Research Review*, 34(1), 34–57.
- Serrasqueiro, Zélia, Nunes, P., & Leitão, J. 2011. "Sources of finance for R&D investment: empirical evidence from Portuguese SMEs using dynamic estimators." *Innovation: Management, Policy & Practice*, 13(2), 187–206.
- Serrasqueiro, Zélia, Nunes, P. & Mendes S. 2014 "investment determinants of young and old Portuguese SMEs: A quantile approach"
- Serrasqueiro, Zélia, & Maças, P. 2014. "Determinants of Growth in Portuguese Small and Medium-Sized Hotels : Empirical Evidence." 22(February): 375–96.
- Shen, Y A N, Minggao Shen, Zhong Xu, and Ying Bai. 2009. "Bank Size and Small- and Medium-Sized Enterprise (SME) Lending : Evidence from China." *World Development* 37(4): 800–811.
- Silva, Hugo. 2015. "São as Empresas Cotadas Mais Rentáveis Que as Empresas Não Cotadas?" Lisboa School of Economics & Management.
- Skilling, David, Zack Wu, Pranav Kumar, and Parth S Tewari. 2013. "Competitive Small and Medium Enterprises." *The World Bank* (May).
- Sun, Hongmei, Lei Cen, and Na Jiang. 2013. "Our Empirical Study of Bank Loans Accessibility Influence Factors for SMEs." *International Conference on Advanced Information and Communication Technology for Education* (Icaicte): 118–21.
- Tan, Tih Koon. 2009. "Financial Distress and Firm Performance : Evidence from the Asian Financial Crisis." *Journal of Finance and Accountancy*. 1–11.
- Teece, D., 1981. "Internal organization and economic performance: na empirical analysus of the profitability of principal firms" *Journal of Industrial Economics*
- Teixeira, Bruno Ricardo, Mateus Ferraz Prado, and Kárem Cristina de Sousa Ribeiro. 2011. "Um Estudo Da Teoria de Modigliani-Miller Através Do Caso Das Empresas Brasileiras: Analisando a Irrelevância Da Estrutura de Capitais." : 67–79.

- Trovato, Giovanni, and Leonardo Becchetti. 2002. *The Determinants of Growth for Small and Medium Sized Firms . The Role of the Availability of External Finance.*
- Vieira, E. e A. Novo (2010), "A estrutura de capital das PMEs: evidência do mercado português", *Estudos do ISCA*, Série IV, No2, pp.2-16
- Vassolo, Roberto, and Francisco Diaz Hermination. 2007. "The Determinants of Firm's Growth: An Empirical Examination." 10(abril): 3–20.
- Vieira, Elisabete S, Carlos C Pinho, and Diana Oliveira. 2013. "A Concessão de Crédito Comercial E O Financiamento Dos Clientes: Evidência Nas Empresas Portuguesas." *Revista Universo Contábil* 9: 144–56.
- Wang, Yao. 2016. "What Are the Biggest Obstacles to Growth of SMEs in Developing Countries? - An Empirical Evidence from an Enterprise Survey." *Borsa istanbul Review.*