



**Instituto Politécnico do Porto**

**Escola Superior de Estudos Industriais e de Gestão  
Mestrado em Finanças Empresariais**

# **Relação existente entre as Exportações e as Restrições Financeiras das Empresas Industriais do Setor Têxtil**

**Nome:** Cláudia Raquel Dias Ferreira

**Orientação científica:** Doutor Armando Silva

**Dissertação para a obtenção do grau de mestre em Finanças Empresariais**

Vila do Conde

abril, 2013



**Instituto Politécnico do Porto**

**Escola Superior de Estudos Industriais e de Gestão  
Mestrado em Finanças Empresariais**

# **Relação existente entre as Exportações e as Restrições Financeiras das Empresas Industriais do Setor Têxtil**

**Nome:** Cláudia Raquel Dias Ferreira

**Orientação científica:** Doutor Armando Silva

**Dissertação para a obtenção do grau de mestre em Finanças Empresariais**

Vila do Conde

abril, 2013

## **Agradecimentos**

Como todas as pessoas sabem, a dissertação é elaborada por um investigador, de forma através de um estudo demonstrar aquilo a que se propôs no início do mesmo. Assim sendo, trata-se de uma investigação solitária, que depende muito da força de vontade e empenho por parte de quem a executa.

No entanto, é imprescindível mencionar algumas pessoas que foram cruciais ao longo de toda a dissertação e, sem as quais, não teria sido possível finalizar a mesma.

Gostaria de destacar o papel importantíssimo desempenhado pelo meu Orientador, o Professor Doutor Armando Silva, especialmente, pela disponibilidade total, incentivo, apoio contínuo e conhecimentos que me foram sendo transmitidos, quer pedagógicos, quer científicos, ao longo da elaboração da dissertação, e que foram cruciais para o enriquecimento e conclusão da mesma. Não conseguindo expressar toda a gratidão que sinto, creio que basta duas palavras: **MUITO OBRIGADO!**

O meu agradecimento aos meus pais, Paula Ferreira e Vitor Ferreira, por todo o amor, carinho e pelas palavras de encorajamento nos momentos mais difíceis vivenciados durante a elaboração da dissertação, rumo à vitória de mais uma fase da minha vida.

Aos meus avós, Maria Carolina e Norberto Ferreira, por todo o incentivo, amor e confiança depositada, dando-me o ânimo necessário para concluir esta “caminhada”.

Aos meus primos, Vera Almeida e Pedro Oliveira, pela ajuda que me prestaram.

Aos meus amigos, pelas boas palavras e sorrisos, os quais fizeram toda a diferença.

A todos os que referi anteriormente, um sincero e profundo **OBRIGADO!**

## Resumo

A presente dissertação visa verificar qual a relação existente entre Exportações e Restrições Financeiras das Empresas Industriais do Setor Têxtil português.

A maioria da literatura teórica e empírica de finanças internacionais, tende a afirmar que as restrições financeiras impedem o crescimento e a internacionalização das empresas; contudo, são poucos os autores que conseguem provar empiricamente e explicar o porquê das exportações poderem aumentar o acesso das empresas a fundos financeiros externos e, por conseguinte, poderem vir a diminuir as restrições financeiras, melhorando a saúde financeira dessas empresas. No presente trabalho, para estudo dos problemas mencionados anteriormente, a análise empírica será feita através do uso conjunto de duas bases de dados microeconómicas (no período 1996-2003) fornecidas pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) e referentes a dados económico-financeiros e a exportações. A metodologia escolhida para a medição das restrições financeiras passa pela criação de um *score* financeiro, na sequência da proposta de Musso e Schiavo, (2008). Com esta dissertação, pretendemos averiguar qual o *score* de restrições financeiras sentidas pelas empresas da amostra, avaliar até que ponto as restrições financeiras são ou não um entrave ao início da atividade e verificar se as exportações efetivamente melhoram a saúde financeira das empresas. Dos resultados obtidos, através de análise de regressão, sugere-se a ideia de que existe de facto a autoseleção das empresas menos restringidas financeiramente para a futura atividade exportadora e ainda que as novas empresas exportadoras mostram melhorias na sua situação financeira.

**Palavras-chave:** Restrições financeiras; Exportações.

## **Abstract**

The purpose of the following dissertation is to verify the existing relationship between Exports and Financial Restrictions of the Industrial Companies of the Portuguese Textile Sector.

The majority of the existing theoretical and empirical literature regarding international finances tends to claim that financial restrictions prevent the growth and the internationalization of companies; however, there are few authors that can prove empirically and explain why do exports have the potential to increase the companies' access to foreign financial funds and, as a consequence, decrease their financial restrictions, increasing the financial health of these companies. In this dissertation, to study the problems previously mentioned, the empirical analysis will be made through the conjoined use of two micro-economical databases (from the 1996-2003 period), provided by the National Statistics Institute (INE) and pertaining to financial-economical data and exports. The chosen methodology for the measurement of the financial restrictions starts with the creation of a financial *score*, in lieu of the proposal from Musso and Schiavo, (2008). With this dissertation, we seek to discover what is the *score* of financial restrictions felt by the companies in our sample, to evaluate to what extent are financial restrictions a hindrance to the beginning of activity, and to verify if exports effectively improve the companies' financial health. From our collected results, through regression analysis, we suggest the idea that there is in fact an auto-selection from the less financially restricted companies towards future exporting activity, and also that the new exporting companies show improvement in their financial situation.

**Keywords:** Financial restrictions; Exports.

## Sumário

<b>1</b>	Introdução .....	9
<b>2</b>	Enquadramento Teórico – revisão de literatura.....	10
2.1	Restrições financeiras das empresas: definição .....	10
2.2	Restrições financeiras das empresas: medição .....	11
2.3	Restrições financeiras e Internacionalização: relações .....	16
<b>3</b>	Dados e medida das Restrições Financeiras .....	20
3.1	Descrição dos dados e das principais variáveis .....	20
3.2	Escolha e justificação da medida das restrições financeiras.....	21
3.3	Medição do <i>score</i> da restrição financeira às empresas estudadas .....	23
<b>4</b>	Análise empírica da relação existente entre as Exportações e as Restrições Financeiras das Empresas Industriais do Setor Têxtil.....	25
4.1	Metodologia.....	25
4.2	Resultados.....	29
<b>5</b>	Conclusões.....	32
<b>6</b>	Referências Bibliográficas.....	34
<b>7</b>	Apêndices .....	38

## Índice de Tabelas

<b>Tabela 1</b> - Relação existente entre as Exportações e as Restrições Financeiras das Empresas Industriais do Setor Têxtil .....	26
<b>Tabela 2</b> - Avaliação da significância do "prêmio financeiro" antes da entrada nos mercados exportadores .....	29
<b>Tabela 3</b> - Verificação do efeito da internacionalização sobre o <i>score</i> financeiro das Empresas do Setor Têxtil .....	30

## **Lista de Abreviaturas**

**CAE** - Classificação Portuguesa de Atividades Económicas

**Et al.** - Et alli

**INE** - Instituto Nacional de Estatística

**Nº** - Número

**VN** – Volume de Negócios

## 1 Introdução

No contexto económico atual português e Europeu, o estudo acerca das restrições financeiras das empresas representa um papel crucial, na medida em que, a falta de crédito à atividade económica é um dos problemas identificados pelo tecido empresarial. Paralelamente, a internacionalização é uma necessidade para muitas empresas nacionais, atendendo à redução do poder de compra do mercado interno. Trata-se, portanto, de uma condição de sobrevivência das empresas. No atual estado da arte (ver Silva, 2011) existe um certo consenso que as restrições financeiras impedem a internacionalização das empresas, mas nenhum modelo teórico e poucos estudos empíricos explicam consistentemente a possibilidade da internacionalização poder melhorar a performance económico-financeira das empresas. Por tudo isso e sobretudo face à crise atual, os investigadores cada vez se debruçam mais sobre este tema das restrições financeiras das empresas e da sua relação com a internacionalização (ver Silva e Carreira, 2011).

A presente dissertação está organizada da seguinte forma. Na secção 2, nós faremos um enquadramento teórico - revisão de literatura sobre esta matéria -, na qual falaremos acerca da definição de restrições financeiras, da medição das restrições financeiras das empresas e das relações existentes entre restrições financeiras e internacionalização. A secção 3 apresenta a descrição dos dados e das principais variáveis, a escolha e justificação da medida das restrições financeiras e a medição do *score* de restrição financeira às empresas estudadas. Na secção 4, está exposta a análise empírica da relação existente entre as Exportações e as Restrições Financeiras das Empresas Industriais do Setor Têxtil, designadamente, quer a metodologia, quer os resultados da mesma. A secção 5 apresenta as principais conclusões e limitações da dissertação elaborada.

## **2 Enquadramento Teórico – revisão de literatura**

### **2.1 Restrições financeiras das empresas: definição**

As restrições financeiras empresariais dizem respeito a constrangimentos, limitações, reduções ou inibições dos recursos financeiros existentes nas empresas. Mas é sobretudo a necessidade ao recurso de fundos externos, que torna visível as restrições financeiras. Pois tendo de recorrer a fundos externos, as empresas verificam que não conseguem recorrer aos recursos externos que pretendem ou caso consigam obter algum empréstimo são estabelecidas inúmeras condições, nomeadamente, prazos, preços, garantias, etc., que podem dificultar a obtenção do mesmo. Digamos que, havendo restrições financeiras numa determinada empresa isso significa que a mesma a nível de crédito, de financiamento apresenta limitações que a podem impedir de realizar vários tipos de investimento, entre os quais a própria internacionalização.

Segundo Silva e Carreira (2010), o conceito de restrição financeira é definido como sendo “a incapacidade de uma empresa aumentar em quantidade suficiente (geralmente devido à falta de financiamento externo), o financiamento necessário para os seus investimentos e para o seu crescimento.” Ou seja, como referem Silva e Carreira (2011), as restrições financeiras remetem para a dificuldade que as empresas têm em aumentar as verbas/quantias monetárias necessárias para investir, crescer e exportar. Por outro lado, e de acordo com Kaplan e Zingales (1997), as restrições financeiras estão presentes sempre que há uma separação entre os custos de obtenção de recursos internos e externos. Uma crítica que podemos fazer à definição de restrições financeiras defendida por Kaplan e Zingales (1997), é que a definição definida por estes autores é demasiado abrangente; pois, neste sentido (quase) todas as empresas seriam restringidas financeiramente.

Vários modelos teóricos preocupados com a internacionalização empresarial, nomeadamente, Chaney (2005), Manova (2010) e Broll e Wahl (2011) descrevem restrições financeiras como uma barreira exógena à exportação, nomeadamente, ao início da atividade exportadora, explicando-se tal relação de causalidade pelo facto de as novas exportadoras terem de suportar vários custos (fixos e variáveis) ao iniciarem vendas para mercados externos.

Bellone et al. (2010) consideram que as restrições financeiras funcionam como uma barreira ex-ante para exportar, uma vez que, as empresas com menos restrições financeiras são aquelas que têm maior probabilidade de exportar.

Na mesma linha, Silva e Carreira (2011), acrescentam que os custos adicionais ou extraordinários<sup>1</sup> associados ao início da exportação podem originar limitações financeiras, as quais dificultam a capacidade das empresas em se internacionalizarem. Notam ainda que apenas as empresas que conseguem ultrapassar estas barreiras à entrada é que podem exportar.

## 2.2 Restrições financeiras das empresas: medição

Há muitas alternativas de medição das restrições financeiras, mas pouco consenso sobre esta matéria, como podemos constatar nas diversas metodologias que foram sendo apresentadas ao longo dos últimos 30 anos e de que se apresenta um breve resumo em seguida.

As restrições financeiras podem ser observadas através da política de dividendos das empresas. Alguns autores, entre os quais, Fazzari, Hubbard e Petersen (1988), definiram a medida do grau de restrições financeiras com base no índice de pagamento de dividendos. Eles argumentam que apenas as empresas limitadas (com dividendos baixos) apresentam maior sensibilidade do investimento ao *cash-flow*. Assim, as empresas que não conseguem gerar dividendos (empresas que não obtêm lucro, após os descontos de imposto sobre o rendimento e de contribuição social e, por conseguinte, nada dividem pelos acionistas) ou que alcançam dividendos baixos, em média, têm menores *cash-flows* de investimento comparativamente às empresas que conseguem atingir dividendos altos, e portanto os distribuem aos seus acionistas no encerramento do exercício social (balanço). Deste modo e de acordo com os autores referidos, as empresas com dividendos baixos ou inexistentes possuem maior sensibilidade do investimento face ao *cash-flow* gerado, logo mais limitações financeiras. Isto acontece porque, as empresas obtendo pouco lucro e, por conseguinte, menores *cash-flows* de investimento (dinheiro recebido ou gasto através de bens de capital,

---

<sup>1</sup> Custos que têm origem fora da atividade normal da empresa, que ocorrem com uma certa imprevisibilidade. São, por exemplo, as menos-valias obtidas na alienação de imobilizações, as perdas em diferenças de câmbio, as dívidas incobráveis, etc.

investimento ou aquisições), apresentam restrições a nível de investimento que as podem impedir de se tornarem empresas internacionalizadas. Complementarmente, Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) defendem que o financiamento externo não seria um substituto perfeito para o financiamento interno<sup>2</sup>, principalmente no curto prazo e para empresas que estão a iniciar a sua actividade e com elevado grau de incerteza quanto às suas perspectivas. Face às assimetrias de informação, os potenciais novos financiadores externos teriam uma desvantagem considerável face aos financiadores internos.

Hubbard, Kashyap e Whited (1995) vão de encontro à medida de restrições financeiras definida por Fazzari, Hubbard e Petersen (1988), pois analisaram a distribuição de dividendos com o objetivo de analisar a sensibilidade do investimento ao *cash-flow*. Deste modo, conseguiram demonstrar que as empresas com maior distribuição de dividendos pertencem ao grupo sem restrições financeiras, ao passo que, as com menor distribuição de dividendos pertencem ao grupo com restrições financeiras. O resultado do estudo mostrou que o modelo com restrições financeiras deveria ser rejeitado para o grupo com maior *pay-out*, isto é, maior rácio entre os dividendos pagos e o lucro líquido anual em termos percentuais, mas não para o grupo com baixo *pay-out*, confirmando os resultados de Fazzari, Hubbard e Petersen (1988).

Almeida, Campello e Weisbach (2004) verificaram que as empresas com restrições de crédito tendem a poupar mais dinheiro (“*cash*”), face às empresas sem restrições. Estes autores acreditam que as empresas com maiores dificuldades financeiras “economizam” a sua caixa no sentido de se prevenirem de possíveis contratempos futuros, ou seja, períodos menos favoráveis em que enfrentam maiores restrições financeiras, ao mesmo tempo que, incorrem em custos de oportunidade<sup>3</sup>. Isto significa que, as empresas ao manterem um saldo de caixa elevado, por um lado acumulam dinheiro em caixa o que “à primeira vista” não faz muito sentido, corresponde a dinheiro “parado”, que não gera nenhum retorno; mas por outro lado, - e daí se referir que incorrem em custos de oportunidade -, é uma forma das empresas se precaverem para o futuro, já que têm a “sensação” que não conseguirão ter acesso a fundos externos caso necessitem. Ao passo que, as empresas com menores restrições, não têm tanta necessidade de poupar presentemente, de forma a acautelarem-se de adversidades futuras. Neste sentido, Almeida, Campello e Weisbach (2004) referem que as empresas financeiramente restringidas

---

<sup>2</sup> Ao contrário do assumido por (Modigliani e Miller, 1958).

<sup>3</sup> Custos que estão associados “à escolha de determinada opção impedir o usufruto dos benefícios que as outras opções poderiam proporcionar”. O mais alto valor associado aos benefícios não escolhidos, pode ser entendido como um custo da opção escolhida, custo chamado “de oportunidade”. Neste caso, o custo de não aplicar tal dinheiro.

apresentam maior sensibilidade do *cash* ao *cash-flow*. Por outras palavras, estes autores argumentam que apenas as empresas com restrições irão originar liquidez para maximizar o seu valor, o que significa que, as empresas ao possuírem dificuldades financeiras são obrigadas a fazer uma comparação entre os investimentos que se pretendem fazer (e que é preciso financiar) e os recursos que se conseguem obter para esse efeito, o que permite às mesmas, garantir que os ativos são bem geridos, investir acertadamente, fornecer os recursos para o crescimento no futuro e tomar decisões sobre como financiar a empresa da melhor maneira.

Kaplan e Zingales (1997) argumentaram, por outro lado, que o *cash-flow* não é uma boa medida da existência de restrições ao financiamento. Estes autores investigaram uma amostra de 49 empresas mais restringidas financeiramente e que haviam sido usadas por Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) e portanto, com suposta elevada sensibilidade do investimento ao *cash-flow*, e não encontraram mais do que 15% dessas empresas com dificuldades para obter financiamento externo. Isto é, Kaplan e Zingales (1997) verificaram que 85% dessas empresas não deveriam ter sido consideradas restringidas financeiramente já que tinham aumentado os seus investimentos através de linhas de crédito ou reservas de caixa. Deste modo, estes autores propõem uma análise que combinaria os estudos do perfil financeiro (recolha detalhada de informações qualitativas sobre as restrições financeiras) com a análise dos relatórios das empresas publicadas, o que estabelece o material básico para obter a leitura precisa para saber se uma empresa seria ou não restringida em relação à possibilidade de obtenção de fundos externos.

Até aqui constata-se que todas as obras citadas anteriormente assumem que uma única variável pode identificar a existência de restrições financeiras, além de que tal metodologia permite, quando muito, classificar o estado de uma empresa num período de tempo, mas não possibilita uma análise dinâmica do estado de restrições financeiras que uma empresa possa “experimentar” ao longo do tempo.

Para além das já referidas metodologias que medem as restrições financeiras através de uma única variável (exemplo: Hoshi, Kashyap e Scharfstein (1991) – participação no grupo<sup>4</sup>), existem outras, assim como, Devereux e Schiantarelli (1990), Bond e Meghir (1994) ou Guilchrist e Himmelberg (1995), e que apresentam mais do que uma variável identificadora.

---

<sup>4</sup> Segundo estes autores, empresas que são filiais de grupos empresariais nacionais ou internacionais têm acesso facilitado a financiamento no grupo e portanto são menos restringidas do que empresas idênticas e não pertencentes a tais grupos.

Devereux e Schiantarelli (1990), referiram que as empresas maiores e mais antigas encontram maior facilidade no acesso aos mercados externos relativamente às empresas mais pequenas e recentes. Para estes autores a medição das restrições financeiras implica, assim, ter em conta, duas variáveis: tamanho e idade. Os estudos de Bond e Meghir (1994) e Guilchrist e Himmelberg (1995), tiveram em comum analisar a política de dividendos, tal como, Fazzari, Hubbard e Petersen (1988). Todavia, para além desta variável, Bond e Meghir (1994), usaram ainda outra variável: a emissão de acções; e Guilchrist e Himmelberg (1995), utilizaram ainda o tamanho e a existência de classificação de títulos, (classificação de títulos no sentido de títulos de dívida emitidos pela empresa e classificados por agências de *rating*; esta classificação é um sinal positivo, independentemente até do resultado em si, pois pode sinalizar um compromisso da empresa para com os mercados financeiros, o qual, certamente a empresa não quererá arriscar a falhar. Tudo isto facilita a vida dessa empresa e torna-a menos restringida que outra similares e sem tais títulos).

Portanto, observa-se que variáveis como: tamanho, idade, política de dividendos, participação num grupo e existência de classificação de títulos começaram a ser usados, com o objetivo de medir as restrições financeiras existentes nas empresas.

No sentido, de solucionar estes problemas metodológicos, Musso e Schiavo (2008), exploraram informações provenientes de sete variáveis distintas: dimensão (ativos totais), rentabilidade (retorno sobre os ativos totais), liquidez (ativo corrente sobre passivo corrente), capacidade de gerar um *cash-flow*, solvência (fundos próprios sobre passivos totais), crédito comercial sobre ativos totais e capacidade de reembolso (dívida financeira sobre *cash-flow*). Para cada variável, empresa e ano, estes autores verificam qual a média dessa variável em termos do setor de atividade a que pertence essa empresa e em seguida, atribuem um número correspondente ao quintil de distribuição a que corresponde o valor da empresa face a essa média. A informação resultante para cada uma das sete variáveis (um número que varia entre 1 e 5) é depois colapsada num índice através da média aritmética simples.

Nesta sequência metodológica Bellone et al. (2010) e Silva (2011) são dois exemplos de autores que desenvolveram métodos de medir as restrições financeiras com base no índice multivariado proposto por Musso e Schiavo (2008). A escolha das (7 ou 8, conforme os casos) variáveis de base para a avaliação das restrições financeiras foi feita devido a serem reconhecidas como significativas e correlacionadas com as restrições financeiras na literatura das restrições financeiras; desta forma seria possível a construção de uma medida de

restrições financeiras contínua e variável no tempo, ao mesmo tempo que se reconhece a característica multifacetada deste fenómeno. Acresce ainda o facto de esta metodologia, conseguir captar diferentes graus de restrições financeiras e não se limitar a dividir as empresas em “restringidas e não restringidas”.

Contudo, outras metodologias foram entretanto propostas, Hadlock e Pierce (2010), usaram a autoavaliação das empresas como medida de restrições financeiras, aliás como fizeram ainda, Becchetti e Trovato (2002) ou Savignac (2006). Isto é, estes autores perguntaram às empresas se se sentem financeiramente restringidas e se sim, qual o seu grau; note-se que em alternativa iriam procurar essa informação aos Relatórios e Contas das empresas ou a variadas afirmações referentes à capacidade de financiamento da empresa. Todavia, como se trata de “inquéritos” e de opinião não objetivas, na opinião dos responsáveis das empresas podem as mesmas não ser restringidas, mas na verdade, serem e vice-versa. Por exemplo, as empresas podem nunca ter tido necessidade de recorrer a fundos externos e, é sobretudo nesses casos, que se verifica se a empresa tem ou não restrições financeiras. Para além da autoavaliação às empresas, numa segunda fase, Hadlock e Pierce (2010), verificaram quais são as variáveis que se mostram mais correlacionadas com essa informação qualitativa. Assim sendo, a ideia foi encontrar variáveis quantitativas que fossem bons preditores dessa informação mais qualitativa e o que eles observaram foi que a idade e o tamanho preenchiam esse papel; aliás esta proposta retoma outras similares bastante mais antigas (exemplo: Devereux and Schiantarelli 1990).

Por fim, refere-se a opinião de Wagner (2012) que apresentou como medida das restrições financeiras o uso de notações de *rating*. De acordo com este autor, a forma como o *rating* mede as restrições financeiras pode ser considerada como convincente, pois a notação de *rating* é determinada de forma independente por uma empresa privada e não é baseada em avaliações subjetivas; para além do mais é específico da empresa, varia ao longo do tempo numa base anual e permite uma medida do grau de restrições financeiras, em vez de classificar as empresas apenas como restringida ou não.

Conclui-se, deste modo que não há consenso sobre como medir as restrições financeiras, tratando-se portanto, de um conceito difícil de mensurar.

### 2.3 Restrições financeiras e Internacionalização: relações

A maioria da literatura teórica e empírica, tende a afirmar que as restrições financeiras impedem o crescimento e a internacionalização das empresas, mas são poucos os autores que explicam, noutra direção de causalidade, o porquê das exportações poderem vir a diminuir as restrições financeiras e melhorarem a saúde financeira.

Relativamente à primeira das relações de causalidade, ou seja, as restrições financeiras impossibilitarem o crescimento e a internacionalização, são inúmeros os autores a defenderem (teórica ou empiricamente) esta hipótese, nomeadamente, Chaney (2005), Muuls (2008), Bellone et al. (2010) e Caggese e Cuñat (2011).

Chaney (2005) argumenta, que como há custos fixos associados à entrada em mercados externos, então se as empresas forem restringidas financeiramente só empresas com suficiente liquidez inicial estarão aptas para começarem a exportar. Musso e Schiavo (2008), constatam que as restrições financeiras diminuem as exportações e que as restrições financeiras estão relacionadas com o crescimento da produtividade no curto prazo, (o que significa que as empresas que apresentem restrições financeiras devem diminuir os custos de produtividade, com o intuito de obter recursos financeiros internos, uma vez que, dificilmente podem recorrer a fundos externos).

Muuls (2008), evidencia que as restrições financeiras podem impedir que as empresas não consigam entrar nos mercados estrangeiros, e por isso mesmo, devem ser tidas em consideração quando as empresas pretendem entrar para mercados de exportação, algo confirmado também pelos autores Bellone et al. (2010) e Buch et al., (2010). Assim, todos concordam que apenas as empresas que não apresentem dificuldades financeiras são mais susceptíveis de se tornarem exportadoras.

Para além disso, verifica-se que as restrições financeiras apenas devem ser tomadas em consideração para algumas empresas, geralmente mais pequenas e mais jovens; é o que admite Wagner, evidenciado em Stiebale (2009). Os exportadores tendem a ser maiores, mais produtivos, mais eficientes, a terem *cash-flows* mais estáveis e, podem ter maior facilidade em obter acesso a finanças externas, Bernard e Jensen (1999), Clerides, Lach e Tybout (1998) e Delgado, Farinas e Ruano (2002).

Referindo de novo Chaney (2005), ele argumenta que as restrições financeiras só devem ser consideradas para a decisão de exportação mas apenas para empresas que possuam uma elevada faixa de produtividade, sendo que, a produtividade é definida como a relação entre a produção (bens produzidos/ quantidade de produtos produzidos) e os factores de produção utilizados (pessoas, máquinas, materiais, entre outros). O raciocínio defendido por Chaney (2005) baseia-se em modelos de comércio internacional com empresas heterogéneas como os de Melitz (2003) ou Helpman, Melitz e Yeaple (2004) em que a participação e a entrada no mercado estrangeiro são determinadas pela produtividade. Chaney (2005) defende ainda que, para além das empresas terem que ter liquidez suficiente para começar a exportar, só as empresas mais produtivas e de maior dimensão, se tornam exportadoras, tal como, defendido por Bernard e Jensen (1999), Clerides, Lach e Tybout (1998) ou Delgado, Farinas e Ruano (2002). Acresce ainda que para Chaney (2005) as empresas que exportam para muitos mercados são mais produtivas do que aquelas que exportam para poucos mercados. No fundo, existe um efeito de causalidade entre as características existentes nas empresas (serem mais ou menos produtivas) e o seu “estado” de exportação (começarem a exportar ou não, exportarem para muitos ou poucos mercados, respetivamente).

Bellone et al. (2010) referem que as restrições financeiras constituem uma barreira ao início da exportação, porque a existência de custos elevados (que podem ser irrecuperáveis) para entrar em mercados de exportação faz com que as despesas originadas no início do processo não sejam acompanhadas pelas devidas receitas. Logo, somente as empresas que podem com sucesso superar este “investimento” podem tornar-se exportadoras. Por outras palavras, segundo este autor, quando há melhor acesso a recursos financeiros externos, existe uma probabilidade das empresas começarem a exportar e uma redução do tempo de decisão por parte das empresas a atenderem clientes estrangeiros. Esta constatação tem implicações políticas pois na presença de mercados financeiros imperfeitos<sup>5</sup>, pode ser necessário pedir auxílio ao Estado, para que este ajude empresas eficientes mas com restrições financeiras, a superarem os custos de entrada em mercados de exportação e a aumentarem as suas atividades no estrangeiro.

Caggese e Cuñat (2011) defendem que as restrições financeiras dificultam diretamente a exportação das empresas isto porque, por um lado, as restrições financeiras limitam o financiamento externo, e, desta forma, as empresas precisam de usar os seus recursos internos

---

<sup>5</sup> Mercados em que uma das partes consegue de alguma forma manipular os preços a seu favor, maximizando os seus lucros em detrimento da livre concorrência.

para financiar os custos de investimento necessários para iniciarem a exportação; por outro lado, dificultam as empresas de ingressarem no mercado estrangeiro, bem como, aumentam o seu grau de risco operacional.

Resumindo, no que respeita à discussão sobre a relação existente entre as “restrições financeiras – exportações” constata-se que a entrada no mercado estrangeiro envolve custos que podem ser irrecuperáveis, assim sendo, apenas as empresas que não enfrentem restrições de liquidez para financiar esses custos, é que são capazes de exportar. Tratando-se de mercados financeiros incompletos, só as empresas que produzem liquidez suficiente ou que têm acesso a financiamento externo é que são capazes de exportar. E somente as empresas com um nível de produtividade elevado e com capacidade de “pagar” os custos fixos associados ao início da exportação é que conseguirão originar recursos internos suficientes para financiarem os custos fixos associados ao início da exportação.

A outro nível, são poucos os autores que explicam o porquê das exportações poderem aumentar o acesso das empresas a fundos financeiros externos e, por conseguinte, diminuir as restrições financeiras e melhorarem a saúde financeira. Ganesh-Kumar, Sen e Vaidya (2001), Campa e Shaver (2002), e Greenaway, Guariglia e Kneller (2007) defendem que vender em mercados internacionais, ter acesso mais fácil a recursos financeiros externos, diminui as assimetrias de informação e as imperfeições de mercados financeiros, permitindo às empresas um melhor financiamento. Estes autores referem que, os exportadores enfrentam menos restrições de liquidez que os não exportadores. Silva (2011) acrescenta que a conclusão retirada pelos autores antes referidos deve-se ao facto, de apenas as empresas sem grandes restrições se aventurarem a exportar, mas também porque a ocorrência de exportar diminui a restrição financeira da empresa anteriormente restrita, visto que, o próprio início da exportação pode ser encarado como um sinal de eficiência e competitividade dado aos credores.

Além disso, Ganesh-Kumar, Sen e Vaidya (2001) e Tornell e Westermann (2003), afirmam que a exportação é suscetível de abrir o acesso aos mercados financeiros internacionais, pelo menos aqueles referentes aos países de destino.

Na mesma linha, Campa e Shaver (2002) e Bridges e Guariglia (2008), sugerem que as empresas exportadoras devem, em princípio beneficiar de *cash-flows* mais estáveis, pois beneficiam da diversificação internacional nas suas vendas. Consequentemente, a exportação

reduz a vulnerabilidade a choques do lado da procura, porque havendo a produção e a comercialização de novos produtos e/ou serviços e destinados a diferentes mercados, possibilita a que os consumidores tenham um maior leque de escolha.

Musso e Schiavo (2008), declaram que o acesso a recursos financeiros externos tem um efeito positivo sobre a saúde financeira das empresas, nomeadamente, no crescimento das empresas em termos das vendas, *stock* de capital e de trabalho.

Silva e Carreira (2011) afirmam que as empresas exportadoras podem ter financiamento externo mais facilmente e, se forem empresas exportadoras fortes, podem usufruir de melhores condições de crédito.

Do ponto de vista empírico, a avaliação da relação de causalidade “exportações – restrições financeiras” foi feita por alguns estudos, designadamente, Ganesh-Kumar, Sen e Vaidya (2001), Campa e Shaver (2002), Greenaway, Guariglia e Kneller (2007) ou Silva (2011). Averigua-se que as exportações podem exercer um efeito positivo na saúde financeira das empresas, quer diminuindo as assimetrias de informação, quer as imperfeições de mercados financeiros, permitindo às empresas obter um melhor financiamento externo. No entanto, deve referir-se que a maioria dos estudos empíricos sobre esta matéria não consegue provar a existência de uma relação de causalidade sugerida, o que muito pode ser devido à enorme variabilidade de metodologias usadas para fazer tal avaliação e à inadequação da maioria delas. Destaca-se em termos empíricos, pelo facto de ser dos poucos que encontra “provas” dos benefícios das exportações, o trabalho de Silva (2011) realizado para empresas industriais portuguesas, no período de 1996 a 2003, e que conclui que o início da atividade exportadora gerou efeitos positivos na saúde financeira das empresas, diminuindo as suas restrições financeiras; estes efeitos positivos foram sobretudo observados em pequenas empresas industriais de setores tecnologicamente mais evoluídos.

### 3 Dados e medida das Restrições Financeiras

#### 3.1 Descrição dos dados e das principais variáveis

A análise empírica foi feita através do uso conjunto de duas bases de dados (no período 1996-2003) fornecidas pelo INE: uma referente a dados económico-financeiros e outra referente à atividade exportadora e importadora de empresas portuguesas. A base de dados referente a dados económico-financeiros proporciona informação das contas de balanço e de demonstrações de resultados das empresas no período de 1996-2003; é universal para empresas com mais de 100 trabalhadores e usa uma amostra significativa (segundo o INE) no caso restante. A base de dados sobre atividade exportadora e importadora é universal para as empresas internacionalizadas e informa sobre os produtos transacionados, quantidades, valores e mercados externos envolvidos. As duas bases de dados estão ligadas pelo número de contribuinte (fictício) de cada empresa.

No presente trabalho, usamos, como variáveis principais: o número (nº) de trabalhadores, o volume de negócios (VN), as exportações, o ativo total, o capital próprio total, o passivo total, o resultado líquido do exercício, os resultados extraordinários, as dívidas a terceiros de médio e longo prazo do passivo e as dívidas a terceiros de curto prazo do passivo, (ver **Apêndice A**). Uma empresa é considerada “nova exportadora”, quando não exporta num ano, exporta num determinado ano, e exporta pelo menos no ano seguinte. Neste sentido, pode-se ainda considerar "exportadora" uma empresa que exporta pelo menos 10% do seu VN naquele ano.

Em seguida, para cada ano, selecionaram-se as empresas cuja Classificação Portuguesa de Atividades Económicas (CAE) - Rev. 2 corresponde à seção D - Indústrias transformadoras, subseção DB - Indústria têxtil e divisão 17 - Fabricação de têxteis, uma vez que, o setor têxtil foi e é um dos pilares da economia portuguesa; este setor representado por mais de sete mil empresas, sobretudo pequenas e médias, contribui fortemente para as exportações do “*made in Portugal*” e para a imagem externa das capacidades do nosso país.

### 3.2 Escolha e justificação da medida das restrições financeiras

A metodologia escolhida para a medição das restrições financeiras foi a proposta por Musso e Schiavo (2008), os quais exploraram informações provenientes de sete variáveis: dimensão (ativos totais), rentabilidade (retorno sobre os ativos totais), liquidez (ativo corrente sobre passivo corrente), capacidade de gerar um *cash-flow*, solvência (fundos próprios sobre passivos totais), crédito comercial sobre ativos totais e capacidade de reembolso (dívida financeira sobre *cash-flow*).

São várias as razões pelas quais, escolhemos a metodologia de Musso e Schiavo (2008). Em primeiro lugar, as variáveis apresentadas nesta metodologia são extremamente importantes e reconhecidas na literatura das restrições financeiras como estando relacionadas com dificuldades de financiamento. Em segundo lugar, é uma medida contínua e variável no tempo e, por conseguinte, conseguimos reconhecer a característica multifacetada deste fenómeno, bem como, captar diferentes graus de restrições financeiras. Em terceiro lugar, aquela metodologia explora informações provenientes de sete variáveis e não apenas de uma única variável, ao contrário de vários autores, tais como, Fazzari, Hubbard e Petersen (1988), Hubbard, Kashyap e Whited (1995) e Almeida, Campello e Weisbach (2004), que assumem que uma única variável pode identificar a existência de restrições financeiras.<sup>6</sup> Em quarto lugar, outros autores, designadamente, Bellone et al. (2010) e Silva (2011) desenvolveram uma nova forma de medir as restrições financeiras com base no índice multivariado proposto por Musso e Schiavo (2008), o que demonstra também a notoriedade e utilidade desta metodologia.

Acresce às razões já apontadas que do ponto de vista empírico e metodológico, muitos estudos sobre restrições financeiras têm-se baseado na proposta do trabalho de Kaplan e Zingales (1997); no entanto, resolvemos não optar por esta metodologia, pois esta metodologia foi apontada como inadequada por Almeida, Campello e Weisbach (2004), já que não permitiria diferenciar verdadeiramente empresas com e sem restrições financeiras, visto que, se trata de um modelo probabilístico.

---

<sup>6</sup> Outra crítica aos modelos de sensibilidade do investimento ao *cash-flow* foi direcionada à utilização do Q de Tobin. Segundo (Hovakimian e Titman, 2006), as variáveis *proxies* para o Q de Tobin, incorporam erros de medição, pois são precisamente as empresas com maiores assimetrias de informação as que usualmente apresentam maiores restrições financeiras.

Em relação às metodologias de Devereux e Schiantarelli (1990), Hoshi, Kashyap e Scharfstein (1991), Bond e Meghir (1994) e Guilchrist e Himmelberg (1995), não usamos as mesmas para a medição das restrições financeiras, porque todas elas se referem a *proxies*, variáveis que supostamente se aproximam de restrições financeiras.

Não utilizamos, nem a metodologia de Hadlock e Pierce (2010), nem de Wagner (2012), pois na nossa opinião ambas apresentam limitações. Relativamente à metodologia de Hadlock e Pierce (2010), o principal problema é que é uma aproximação ténue às restrições financeiras, nem todas as empresas recentes e pequenas estão restringidas financeiramente, logo apesar da sua idade e dimensão as empresas podem ter liquidez suficiente para recorrer a fundos externos caso necessitem; e/ou possuir fundos internos suficientes para os seus investimentos. Quanto à metodologia de Wagner (2012) enquanto medida (notação de *rating*) é muito adequada para o estudo da relação existente entre restrições financeiras e exportações, mas na amostra utilizada não é exequível, até porque para as empresas menores, a notação de *rating* não está disponível. Para além desta lacuna, existe uma pequena participação de empresas não exportadoras e de empresas que “entram e saem” da exportação com regularidade. Em suma, como as pequenas empresas são frequentemente não exportadores e ingressam e saem da exportação com maior frequência, para estas empresas as restrições de crédito devem ser tidas em maior consideração face às grandes empresas, as quais muitas vezes geram liquidez suficiente para cobrir os custos adicionais de exportação. E como através da notação de *rating* não está disponível para essas empresas, “descartamos” esta metodologia.

No entanto, também sabemos que existem limitações relativamente à metodologia de Musso e Schiavo (2008). Em primeiro lugar, não é claro qual a definição de uma empresa restringida, visto que, os autores expõem uma definição ampla para essas empresas, aquelas cuja pontuação varia entre 2 e 6 (sendo que, a variação total possível era entre 2 a 9). Depois verifica-se que há uma “arbitrariedade” na ponderação do *score* que é discutível, pois questiona-se por que razão é que optaram por assumir para empresas restringidas, o *score* entre 2 e 6 e não entre 2 e 4, por exemplo. Em terceiro lugar, é de salientar que os autores usam indistintamente “má saúde financeira” e “restrições financeiras”. Embora os dois conceitos estejam relacionados, não significam a mesma coisa. Uma empresa pode ser “asfixiada” financeiramente (má saúde financeira), mas como não tem financiamentos em vista, não será restringida financeiramente; e pode até ter boa saúde financeira (liquidez e

solvabilidade adequadas) e ainda assim isso não chega, porque quer fazer financiamentos muito exigentes que ultrapassam essa disponibilidade. Além disso, como Musso e Schiavo (2008) utilizam uma agregação de medidas, torna-se difícil a interpretação dos resultados.

Em suma, escolhemos a metodologia de Musso e Schiavo (2008), pois verificámos que esta medida de restrições financeiras apresenta mais prós do que contras e, de todas as metodologias referidas, é aquela que nos parece mais exequível face aos dados que dispomos.

### **3.3 Medição do score da restrição financeira às empresas estudadas**

Antes de proceder a cálculo das restrições financeiras, a base de dados foi expurgada de observações com erros e dos valores extremos para cada variável (tendo-se “aparado” para cada variável 1% de observações em cada cauda).

De seguida, calculou-se para cada empresa e cada ano, as sete variáveis escolhidas. O cálculo das sete variáveis foi calculado da seguinte forma:

Dimensão = Ativo Total;

Rentabilidade = Resultado Líquido do Exercício (Capital Próprio) / Ativo Total;

Liquidez = Ativo Corrente / Passivo Corrente;

Solvabilidade = Capital Próprio Total / Passivo Total;

Crédito Comercial sobre Ativo Total (obtido) = Dívidas a Terceiros de Curto Prazo (Passivo) / Ativo Total;

*Cash-Flow* = Resultado Líquido do Exercício (Custos e Perdas) + Amortizações e Outros Ajustamentos de Valor Efetuados aos Ativos (Amortizações e Provisões do Exercício) - (Proveitos Extraordinários - Custos Extraordinários);

Capacidade de Reembolso = Dívidas a Terceiros de Médio e Longo Prazo (Passivo) / *Cash-Flow*.

No passo seguinte, calculou-se a média de cada indicador para cada ano, (ver **Apêndice B**), e dividiu-se o valor de cada indicador de cada empresa pela média do indicador respetivo (cálculo de cada rácio em percentagem).

Da análise aos valores médios dos indicadores escolhidos pode sobretudo concluir-se que: a “Dimensão” aumenta ao longo do período 1996-2003; o rácio da “Liquidez” é no período em estudo sempre superior a 1, o que significa que há algum “desafogo financeiro” para as empresas industriais portuguesas do Setor Têxtil; o rácio da “Solvabilidade” aumenta, traduzindo também uma maior estabilidade financeira por parte destas empresas; o “Crédito Comercial sobre Ativo Total” varia entre os 0,43 e 0,59, o que significa que, as empresas deste setor estão a receber “financiamentos” informais dos seus fornecedores que representam entre 43% e 59% do total do ativo, demonstrando a elevada importância do crédito comercial; e quanto à “Capacidade de gerar *Cash-Flow*” observa-se que, apesar de em vários anos o nível médio de resultados líquidos ser negativo, as empresas da amostra mantiveram a sua capacidade de gerar *cash-flow* embora o endividamento tenha subido de forma mais rápida que a capacidade de o reembolsar.

Em quinto lugar, calculou-se os quintis de distribuição para cada ano, (ver **Apêndice C**). Em sexto lugar, atribuiu-se um nº *score* para cada indicador, empresa e ano, o qual varia de 1 a 5, sendo 1 referente ao menor rácio (1º quintil) e 5 respeitante ao maior rácio (5º quintil). Por fim, definiu-se o *Score* de Restrição Financeira fazendo uma média aritmética dos números *scores* referentes aos rácios financeiros depois de comparados com a média do setor e verificada a distribuição por quintis.

Este score que pode variar entre 1 e 5 representa, portanto, a média da classificação de uma dada empresa, num dado ano, no que respeita aos diferentes quintis da distribuição das sete variáveis de base; neste sentido, quanto maior for o score, mais próxima a empresa está do 5º quintil na maioria dos indicadores e assim melhor é a sua situação financeira (menos restringida assume estar).

## 4 Análise empírica da relação existente entre as Exportações e as Restrições Financeiras das Empresas Industriais do Setor Têxtil

### 4.1 Metodologia

Inicialmente, definiram-se as empresas como pertencentes às seguintes categorias: “novas exportadoras”, “nunca exportadoras”, “sempre exportadoras”, “novas domésticas”, “não exportadora” e “incertas”.

A qualificação foi feita da seguinte maneira:

- “nova exportadora”, uma empresa não exporta num ano, exporta num determinado ano, e exporta pelo menos no ano seguinte. Neste sentido, pode-se considerar "exportadora" uma empresa que exporta pelo menos 10% do seu VN naquele ano;

- “nunca exportadora”, é uma empresa que ou nunca exporta ou pelo menos nunca exporta mais de 10% do seu VN;

- “sempre exportadora”, uma empresa que sempre exporta ou que exporta, exceto num ano;

- “nova doméstica”, aquela que exporta pelo menos em 2 anos, mas num determinado ano deixa de exportar;

- “não exportadora”, exporta apenas num ano;

- “incerta”, a que tendo-se tornado exportadora, perde o estatuto logo a seguir e volta a exportar.

A cada empresa e de acordo com a qualificação atribuída, associou-se um código numérico que varia de 1 a 6, respetivamente. Em seguida, fez-se a junção do *Score* de Restrição Financeira de cada ano e de cada empresa na base de dados onde estavam patentes os seis grupos de empresas. Por último, para cada grupo de empresas calculou-se a média e o desvio padrão do *Score* de Restrição Financeira no período de 1996-2003, (ver **Tabela 1**).

**Tabela 1** - Relação existente entre as Exportações e as Restrições Financeiras das Empresas Industriais do Setor Têxtil

	Valores em Unidades	
	<i>Score</i> de Restrição Financeira (Média no período)	<i>Score</i> de Restrição Financeira (Desvio padrão)
Empresas:		
1. Novas exportadoras	3,26	0,46
2. Nunca exportadoras	2,94	0,50
3. Sempre exportadoras	3,21	0,50
4. Novas domésticas	2,90	0,37
5. Não exportadoras	3,07	0,38
6. Incertas	2,97	0,55

Fonte: Cálculos próprios

Como podemos verificar através da **Tabela 1**, as novas empresas exportadoras apresentam a maior média do *Score* de Restrição Financeira cujo valor é de 3,26, seguidas das sempre exportadoras (3,21) e das não exportadoras (3,07). As empresas que mostram menor média são, as incertas, as nunca exportadoras e as novas domésticas, cujos valores, (2,97), (2,94) e (2,90), respetivamente. Assim, como a maior média do *Score* de Restrição Financeira corresponde às novas empresas exportadoras, conclui-se que de facto, as empresas que iniciam a atividade exportadora são empresas menos restringidas financeiramente. É de notar que, as empresas com maior média do *Score* de Restrição Financeira que se seguem às novas exportadoras são as sempre exportadoras, o que significa que, aquelas que tiveram a capacidade de exportar sempre, também apresentam menores restrições financeiras. O desvio padrão para os seis grupos de empresas varia entre 0,37 e 0,55.

Na verdade, de acordo com a **Tabela 1**, constata-se que as novas empresas exportadoras são as empresas menos restringidas financeiramente (maior *score*), mas não se sabe se porque já o eram antes de começarem a exportar; ou se porque efetivamente as restrições diminuem depois das empresas se tornarem exportadoras; ou pelas 2 razões. Nesse sentido, para se aprofundar a análise e testar as duas direções de causalidade foram produzidas algumas regressões estatísticas através do *Software* econométrico *Stata*; tentando-se verificar, por um lado, se as empresas que se vão tornando exportadoras, já eram antes de serem exportadoras, empresas com melhores "*scores*", ou seja, menos restringidas e/ou se, por outro lado, as empresas ao iniciarem a atividade de exportar, diminuem as restrições e melhoram a sua saúde financeira.

Para testar se as empresas menos restringidas financeiramente são mais propensas a começar a exportar, começamos por comparar ex-ante a saúde financeira para novos exportadores e exportadores (empresas sempre exportadoras) face a não exportadores. Tal comparação diz-nos se futuros exportadores foram (antes de se tornarem exportadores) financeiramente menos restritos do que os seus homólogos não exportadores.

A comparação é feita com empresas pertencentes à mesma indústria e partilhando características semelhantes em termos de dimensão e eficiência. Esta lógica de abordagem econométrica é adaptada a partir da literatura sobre a exportação e performance (Bernard e Jensen, 1999), em que este tipo de exercícios empíricos são comumente realizados.

Assim, em concreto, comparamos a saúde financeira (*Score*) de empresas não exportadoras e de empresas exportadoras 1, 2, 3 e 4 anos antes de estas começaram a exportar.

Especificamente, a equação a testar é:

$$Score_{i,t-\delta} = \alpha + \beta_1 Exportador_{i,t} + \beta_2 Var.Control_{i,t-\delta} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Na **equação (1)**, o *Score* é o *score* financeiro obtido pela metodologia antes explicada;  $\alpha$  é a constante (porque não depende de nenhuma variável);  $\beta_1$  e  $\beta_2$  são os parâmetros do modelo chamados de coeficientes das variáveis (neste caso, das variáveis *Exportador* e de um conjunto de Variáveis de Controle); “*Exportador*” é uma variável *dummy* para o estatuto exportador, assumindo o valor “1” quando a empresa se torna exportadora nesse ano e assumindo o valor “0” nos restantes casos; “*Var.Control*” corresponde a um conjunto de variáveis de controle que incluem a Dimensão (medida pelo nº de trabalhadores) e o ano em causa;  $\varepsilon$  diz respeito ao erro, ou seja, representa a variação de *Score* que não é explicada pelo modelo;  $i$  indica cada uma das empresas da base de dados;  $\delta$  assume valores numéricos do tipo 1, 2, 3, etc.; e  $t$  corresponde ao ano em que as empresas começaram a exportar (no caso de novas entradas na exportação), ao passo que, para empresas não exportadoras definimos  $t$  igual ao ano de mediana dessas empresas (solução semelhante é adotada em (ISGEP, 2008)).

É de salientar que a **equação (1)** não serve para testar relações de causalidade, mas sim para avaliar a significância do “prémio financeiro” antes da entrada nos mercados

exportadores, isto é, serve para perceber até que ponto as empresas que exportam no ano  $t$  eram já menos restringidas financeiramente 1, 2, 3 e 4 anos antes de começarem a exportar, o que será verificado através de um simples teste  $t$  sobre a significância do coeficiente  $\beta_1$ , (ver **Tabela 2**).

Os resultados patentes na **Tabela 2** sugerem que as empresas menos restringidas financeiramente tendem mais facilmente a tornarem-se exportadoras do que as empresas mais restringidas financeiramente. Contudo, isto não exclui a possibilidade de que a internacionalização melhore a saúde financeira das empresas. Por esse motivo, resolvemos fazer um outro teste, no qual analisamos o resultado obtido com a internacionalização, ignorando a razão específica que o originou; ou seja, no caso, de se observar um efeito positivo da internacionalização sobre o *score* financeiro, não vamos discutir se isso decorre de uma diversificação de fontes de receitas ou do efeito de uma sinalização positiva para os mercados originada pela entrada nos mercados internacionais.

Para a realização deste teste, vamos usar a metodologia empírica usada por Bernard e Jensen, (1999). A ideia é muito simples e consiste em realizar uma regressão em que a variação (em taxa de crescimento) do *score* financeiro é explicada pelo *status* de nova exportadora e por várias variáveis de controle referentes às características iniciais da empresa.

Da revisão de literatura, assumimos a ideia de que os exportadores podem desfrutar de um melhor acesso a fundos externos; então se a participação na exportação é benéfica, então devemos observar um diferencial na forma como o *score* financeiro varia depois de as empresas exportadoras terem começado a servir mercados estrangeiros. Em termos práticos a amostra relevante para este teste é formada por uma sub-amostra feita de novas empresas internacionalizadas (entradas de exportação) e empresas puramente nacionais. A equação a estimar é a seguinte:

$$Var.Score_{i,t+s} = \alpha + \beta Exportador_{i,t} + \delta Z_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Na **equação (2)**, o *Var. Score* identifica a taxa de crescimento do *score* financeiro entre o ano  $t$  e o ano  $t+s$  calculado como uma diferença de logaritmos (Log.) e é medido em unidades;  $\alpha$  é a constante; *Exportador* é uma variável *dummy* para o estatuto exportador, assumindo o valor “1” se a empresa  $i$  se torna nova exportadora no ano  $t$ ;  $\delta$  é um coeficiente

a estimar;  $Z$  corresponde a um conjunto de variáveis de controle, (neste caso, ao volume de negócios, à produtividade do trabalho e ao CAE);  $\varepsilon$  representa a variação de *Score* que não é explicada pelo modelo;  $i$  indica cada uma das empresas da base de dados;  $s$  refere-se ao número de anos posteriores a “ $t$ ” (pode assumir 1, 2, 3); e  $t$  corresponde ao primeiro ano de exportação para os novos exportadores e o ano mediano da observação para o caso de não exportadores. O coeficiente  $\beta$  representa o diferencial da taxa de crescimento do *score* financeiro das novas empresas exportadoras face às não exportadoras. Assim, se exportar for realmente benéfico para as empresas (do ponto de vista financeiro), então aquele coeficiente será significativamente diferente de zero, (ver **Tabela 3**).

## 4.2 Resultados

**Tabela 2** - Avaliação da significância do "prémio financeiro" antes da entrada nos mercados exportadores

Valores em Unidades

	t-1	t-2	t-3	t-4
Futuro Exportador	0,1064*** (0,056)	0,1106*** (0,028)	0,1070*** (0,029)	0,0669** (0,032)
Dimensão	0,0008*** (0,00006)	0,0008*** (0,00006)	0,0007*** (0,00007)	0,0006*** (0,00006)
Ano	27,5*** (6,7)	-16,5*** (5,7)	-9,5 (6,7)	-12,5* (6,7)
R <sup>2</sup>	0,12	0,12	0,11	0,09

Fonte: Cálculos próprios

Notas: \*\*\* significa que o coeficiente é significativo a 1%;

\*\* significa que o coeficiente é significativo a 5%;

\* significa que o coeficiente é significativo a 10%.

Conforme demonstrado na **Tabela 2**, em média, quando uma empresa se torna exportadora em  $t$ , apresenta em  $t-1$  uma vantagem de 10,64% (em termos de *score* financeiro - saúde financeira) sobre outra que não se torna exportadora em  $t$ ; essa vantagem seria, em média de 11,06% em  $t-2$ ; de 10,70% em  $t-3$ ; e de 6,69% em  $t-4$ . Pelos resultados da regressão

"prova-se" que antes de uma empresa se tornar exportadora, em média, já era menos restringida financeiramente, porque apresentava um maior *score* financeiro. Em suma, como quanto maior o *score*, menor a restrição financeira, com este teste de regressão fica "comprovada" a ideia de que a autoseleção das menos restringidas financeiramente para a futura atividade exportadora existe mesmo.

Quanto às variáveis de controle, neste caso, o tamanho da empresa e o ano, verifica-se que analisando o coeficiente associado ao tamanho, pode dizer-se que, o aumento da dimensão gera um pequeno aumento no *score* (diminuição das restrições) e para a variável "ano", pode dizer-se que, em média, o *score* vai diminuindo, à medida que o tempo passa.

**Tabela 3** - Verificação do efeito da internacionalização sobre o *score* financeiro das Empresas do Setor Têxtil

Valores em Unidades

Var.Explicada: <i>Var.Score</i>	Tx.crescim t+1 / t	Tx.crescim t+2 / t+1	Tx.crescim t+3 / t+2
Exp	0,0025* (0,0013)	0,0011 (0,0015)	0,0022 (0,0018)
Log Vol. Neg.	0,0007 (0,005)	0,0009 (0,006)	0,0007 (0,0007)
Log Produtividade	0,0016** (0,0008)	0,0008* (0,005)	0,001* (0,0006)
Contante ( $\alpha$ )	-0,022*** (0,05)	-0,025*** (0,003)	-0,024*** (0,009)
R <sup>2</sup>	0,08	0,07	0,07

Fonte: Cálculos próprios

Notas<sub>1</sub>: \*\*\* significa que o coeficiente é significativo a 1%;

\*\* significa que o coeficiente é significativo a 5%;

\* significa que o coeficiente é significativo a 10%.

Nota<sub>2</sub>: Uso do logaritmo do VN e não o VN, de forma a não valorizar em demasia a importância das diferenças de dimensão sobre as diferenças de *score* financeiro.

Como se pode constatar na **Tabela 3**, os coeficientes  $\beta$  observados sugerem a existência de alguns efeitos positivos da internacionalização sobre o *score* financeiro, em especial, logo no 1º ano seguinte à entrada no mercado exportador. Após o início da atividade exportadora, as empresas em causa conseguem um diferencial positivo estatisticamente significativo de cerca de 0,0025 unidades face a empresas não exportadoras. Por outras palavras, o valor de 0,0025 (valor patente na primeira coluna) significa que uma empresa exportadora, em média, aumenta o *score* em 0,0025 unidades, quando passa de não exportadora a exportadora (*ceteris paribus*). Por outro lado, fica também claro através desta tabela, que as empresas com maior produtividade inicial são também as que conseguem melhorar de forma mais evidente o seu *score* financeiro. O que comprova o que Chaney, (2005) defende, que para além das empresas terem que ter liquidez suficiente para começar a exportar, só as empresas mais produtivas e de maior dimensão, se tornam exportadoras; aliás como outras propostas mais antigas (exemplo: Bernard e Jensen, 1999). Contudo, não se detetaram efeitos significativos da dimensão das empresas na explicação da variação do *score* financeiro, através da variável VN (esta variável funciona como uma aproximação à dimensão da empresa).

No entanto, dada a limitação da nossa subamostra não é possível continuar esta análise para além dos 3 anos após a entrada nos mercados exportadores (**Tabela 3**), nem distinguir os eventuais efeitos diferenciados eventualmente associados a diferentes mercados de destino das vendas.

## 5 Conclusões

Na sequência de vários trabalhos de investigação recentes, a presente dissertação investigou qual a relação existente entre as Exportações e as Restrições Financeiras das Empresas Industriais do Setor Têxtil português no período 1996-2003. Para tal estudo a metodologia escolhida para a medição das restrições financeiras consistiu na criação de um *score* financeiro, multidimensional e dinâmico, na sequência da proposta de Musso e Schiavo (2008). É de assinalar que a elaboração do *Score* de Restrição Financeira foi feita a partir da média aritmética dos números *scores* referentes a sete rácios financeiros depois de comparados com a média do setor e verificada a distribuição por quintis. Quanto maior for o *score*, melhor é a situação financeira da empresa. Depois de construída a medida de restrição financeira foram usadas regressões para avaliar as duas direções possíveis de causalidade entre exportações e restrições financeiras.

As evidências que encontramos sugerem que as novas empresas exportadoras são empresas menos restringidas financeiramente mesmo antes de se tornarem exportadoras pela primeira vez. Esta evidência vem na sequência de muitas outras análises que observam a autoseleção das menos restringidas financeiramente para a atividade exportadora; ou seja, conclui-se que as empresas que iniciam a atividade exportadora são aquelas que apresentam melhor saúde financeira antes desse investimento estratégico. Dos resultados obtidos parece verificar-se que as empresas menos restringidas financeiramente são as mais propensas a começar a exportar, o que serviu para avaliar que as restrições financeiras são um entrave à capacidade exportadora.

Para além disso, das observações produzidas notou-se ainda que as exportações parecem melhorar a saúde financeira das empresas têxteis portuguesas pelo menos no curto prazo.

Estas conclusões vêm no seguimento de outras investigações que concluíram serem as empresas com maior produtividade inicial que conseguem começar a exportar e melhorar, de forma mais evidente, o seu *score* financeiro, algo defendido por Bernard e Jensen (1999), Clerides, Lach e Tybout (1998), Delgado, Farinas e Ruano (2002) ou Chaney (2005).

No entanto, a presente dissertação apresenta diversas limitações; por um lado, devido à nossa reduzida dimensão da base de dados não é possível continuar esta análise para além dos 3 anos após a entrada nos mercados exportadores, nem distinguir os eventuais efeitos

diferenciados eventualmente associados a diferentes mercados de destino das vendas, o que seria interessante para um estudo posterior; por outro lado, este estudo nada adianta sobre os canais através dos quais a internacionalização melhora a situação financeira das empresas, ou seja, não temos meios de avaliar se os eventuais benefícios financeiros decorrentes da internacionalização são o resultado de uma diferenciação de fontes de receitas ou de um efeito de sinalização para os mercados produzindo uma redução da assimetria de informação com as inerentes vantagens no processo de financiamento.

De qualquer forma, se estas conclusões vierem a ser confirmadas por novos estudos para novos setores e outros períodos temporais, isso poderá ser importante para reforçar as decisões políticas de apoio ao setor exportador.

## 6 Referências Bibliográficas

Almeida, H., Campello, M. and Weisbach, M. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *Journal of Finance*, 59 (4), pp: 1777-1804;

Becchetti, L. and Trovato, G. (2002). The Determinants of Growth of Small and Medium Sized Firms. The Role of the Availability of External Finance. *Small Business Economics*, 19 (4), pp: 291–306;

Bellone, F., Musso P., Nesta L. and Schiavo, S. (2010). Financial Constraints and Firm Export Behaviour. *The World Economy*, 33 (3), pp. 347-373;

Bernard A. and Jensen J. (1999). Exceptional Exporter Performance: Cause, Effect or Both? *Journal of International Economics*, 47 (1), pp. 1-25;

Bond, S. and Meghir, C. (1994) Dynamic Investment Models and the Firm's Financial Policy. *Review of Economic Studies*, 61 (2), pp: 197–222;

Bridges, S. and Guariglia, A. (2008). Financial Constraints, Global Engagement, and Firm Survival in the United Kingdom: Evidence from Micro Data. *Scottish Journal of Political Economy*, 55 (4), pp: 444-464;

Broll, U. and Wahl, J. (2011). Liquidity Constrained Exporters and Trade. *Economics Letters*, 111 (1), pp: 26–29;

Buch, C., Kesternich, I., Lipponer, A. and Schnitzer, M. (2010). Exports versus FDI Revisited: Does Finance Matter? *Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1: Economic Studies*, N.º 03;

Caggese, A. and Cuñat, V. (2011). Financing Constraints, Firm Dynamics, Export Decisions, and Aggregate Productivity. *Financial Markets Group Discussion Paper* N.º 685;

Campa, J. and Shaver J. (2002). Exporting and Capital Investment: On the Strategic Behavior of Exporters. *Research Papers*, N.º 469, IESE Business School;

Chaney, T., (2005). Liquidity Constrained Exporters. *Working Paper*, University of Chicago;

Clerides, S., Lach, S. and Tybout, J. (1998). Is Learning by Exporting Important? MicroDynamic Evidence from Colombia, Mexico and Morocco. *Quarterly Journal of Economics*, 113 (3), pp. 903-948;

Delgado, M., Farinas J. and Ruano S. (2002). Firm Productivity and Export Markets: A non-Parametric Approach. *Journal of International Economics*, 57 (2), pp: 397-422;

Devereux, M. and Schiantarelli, F. (1990). Investment, Financial Factors and Cash Flow: Evidence from U.K. panel data, in Hubbard, G., ed., *Information, Capital Markets and Investment*. *University of Chicago Press*, pp: 279–306;

Fazzari, S., Hubbard, R. and Petersen, B. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 0 (1), pp: 141-195;

Ganesh-Kumar, A., Sen K. and Vaidya R. (2001). Outward Orientation, Investment and Finance Constraints: A Study of Indian Firms. *Journal of Development Studies*, 37 (4), pp. 133-149;

Greenaway, D., Guariglia, A. and Kneller, R. (2007). Financial Factors and Exporting Decisions. *Journal of International Economics*, 73 (2), pp. 377–395;

Gilchrist, S. and Himmelberg, C. (1995). Evidence on the Role of Cash Flow for Investment. *Journal of Monetary Economics*, 36 (3), pp: 541–572;

Hadlock, C. and Pierce, J. (2010). New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index. *Review of Financial Studies*, 23 (5), pp. 1909-1940;

Helpman, E., Melitz, M. and Yeaple, S. (2004). Export versus FDI with Heterogeneous Firms. *American Economic Review*, 94 (1), pp: 300-316;

Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, D. (1991). Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups. *Quarterly Journal of Economics*, 106 (1), pp:33–60;

Hubbard, R., Kashyap, A. and Whited T. (1995). Internal Finance and Firm Investment. *Journal of Money, Credit and Banking*, 27 (3), pp: 683–701;

International Study Group on Export and Productivity, (ISGEP). (2008). Understanding Cross-Country Differences in Exporter Premia: Comparable Evidence for 14 Countries. *Review of World Economics*, 144 (4), pp: 596-635;

Kaplan, S. and Zingales, L. (1997). Do Investment Cash-flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints. *Quarterly Journal of Economics*, 122 (1), pp. 169-215;

Melitz, M. (2003). The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity. *Econometrica*, 71 (6), pp.1695-1725;

Modigliani, F. and Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48 (3), pp: 261-297;

Musso, P. and Schiavo, S. (2008). The Impact of Financial Constraints on Firm Survival and Growth. *Journal of Evolutionary Economics*, 18 (2), pp. 135-149;

Muuls, M. (2008). Exporters and Credit Constraints. A firm-level approach. *National Bank of Belgium Working Paper Research N.º 139*;

Savnac, F. (2006). The Impact of Financial Constraints on Innovation: Evidence from French Manufacturing Firms;

Silva, A. (2011). Financial Constraints and Exports: Evidence from Portuguese Manufacturing Firms. *International Journal of Economic Sciences and Applied Research*, 4 (3), pp. 7-19;

Silva, F. and Carreira, C. (2010). Measuring Firms' Financial Constraints: Evidence from Portugal through Different Approaches. *GEMF Working Papers N.º 15*, Coimbra: GEMF, University of Coimbra;

Silva, F. and Carreira, C. (2011). Financial Constraints, Exports and Monetary Integration - Financial Constraints and Exports: An Analysis of Portuguese Firms during the European Monetary Integration. *GEE Working Papers N.º 39*, Office of Strategy and Research, Ministry of Economy and Innovation, Coimbra: GEMF, University of Coimbra - Faculty of Economics;

Manova, K. (2010). Credit Constraints, Heterogeneous Firms, and International Trade. *Working Papers 14531, National Bureau of Economic Research*, (2010 version).

Stiebale, J. (2009). Do Financial Constraints Matter for Foreign Market Entry? A Firm-Level Examination. *Rhine-Westphalia Institute for Economic Research (RWI-Essen)*;

Tornell, A. and Westermann, F. (2003). Credit Market Imperfections in Middle Income Countries. *Working Papers N.º 9737, National Bureau of Economic Research*;

Wagner, J. (2012). Credit Constraints and Exports: Evidence for German Manufacturing Enterprises. *Paper N.º 286, CESIS Electronic Working Paper Series, Leuphana University Lueneburg and CESIS, Stockholm*.

## 7 Apêndices

### Apêndice A

#### Nº empresas e principais variáveis

Valores em Milhares Euros e  
Unidades

	Média	Desvio padrão
Nº Empresas	541	
Principais Variáveis:		
Nº Trabalhadores	129	189
Volume de Negócios	5.954	9.876
Exportações	3.100	7.430
Total Ativo	7.245	15.293
Total Capital próprio	2.737	7.815
Total Passivo	4.508	9.126
RLE	-12	774
Resultados Extraordinários	77	230
Dív. A Terc. (MLP - Passivo)	1.793	5.429
Dív. A Terc. (CP - Passivo)	2.367	4.745

Fonte: Cálculos próprios

### Apêndice B

#### Indicadores

Valores em Milhares Euros e  
Unidades

Média	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Indicadores:								
Dimensão	5.578	6.237	6.960	6.919	8.000	8.030	8.452	8.864
Rentabilidade	-0,03	0,00	-0,02	-0,01	-0,02	-0,14	-0,03	0,02
Liquidez	2,39	2,10	3,63	1,73	1,97	1,67	1,68	1,89
Solvabilidade	0,82	0,86	0,88	0,90	0,84	0,89	0,82	1,09
Crédito Comercial sobre Ativo Total (obtido)	0,43	0,48	0,45	0,59	0,58	0,54	0,45	0,46
Capacidade de gerar <i>Cash-Flow</i>	326	423	496	454	468	410	435	406
Capacidade de Reembolso	-0,57	0,53	-0,56	3,04	2,65	8,09	0,81	2,91

Fonte: Cálculos próprios

## Apêndice C

### Quintis de distribuição

Valores em Unidades

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Quartil 1	1-129	1-119	1-115	1-117	1-103	1-104	1-92	1-86
Quartil 2	130-258	120-238	116-230	118-234	104-206	105-208	93-184	87-172
Quartil 3	259-387	239-357	231-345	235-351	207-309	209-312	185-276	173-258
Quartil 4	388-516	358-476	346-460	352-468	310-412	313-416	277-368	259-344
Quartil 5	517-645	477-595	461-575	469-585	413-515	417-520	369-460	345-430
Nº Empresas	645	595	575	585	515	520	460	430

Fonte: Cálculos próprios