



Diogo Alexandre Almeida Natário

Crédito Comercial: uma opção de financiamento ao crescimento das empresas

Coimbra, Julho de 2023



Diogo Alexandre Almeida Natário

Crédito Comercial: uma opção de financiamento ao crescimento das empresas

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de **Mestre em Gestão Empresarial**, realizada sob a orientação do Professor Mário Jorge Sacramento Santos.

Coimbra, Julho de 2023

TERMO DE RESPONSABILIDADE

Declaro ser o autor desta dissertação que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido a outra Instituição de ensino superior para obtenção de um grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas e que tenho consciência de que o plágio constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

Crédito Comercial: Uma opção de financiamento ao Crescimento das Empresas

DEDICATÓRIA

In Memoriam

Avó “Carma”

Obrigado!

RESUMO

O tema do crédito comercial ganhou ao longo do tempo destaque na literatura de finanças, ainda assim são poucos os estudos que relacionam o crédito comercial com o crescimento das empresas. Esta dissertação tem como objetivo perceber se as PME's consideram o crédito comercial uma fonte de financiamento relevante para o crescimento das empresas. Através do recurso a dados em painel com efeitos fixos analisamos os resultados para uma amostra com 21954 observações para 3659 PME's situadas em Portugal e Espanha, no período de 2013 a 2018. Demonstramos que as empresas usam o crédito comercial como fonte de financiamento para administrar o seu crescimento. Adicionalmente apresentamos evidência de uma relação não linear entre o crédito obtido dos fornecedores e o crescimento das empresas. Finalmente, os resultados sugerem que no subgrupo das empresas menos endividadas o crédito comercial possui uma menor relevância no crescimento das empresas.

Palavras-chave: Crescimento das empresas; Crédito comercial; Contas a pagar; Contas a receber

ABSTRACT

The topic of trade credit has gained prominence in the finance literature over time, there are still few studies that relate credit to company growth. This work aims to understand whether SMEs consider trade credit a source of financing that sustains the growth of companies.

Using panel data with fixed effects, we analyze the results for a sample with 21954 observations for 3659 SMEs located in Portugal and Spain, in the period from 2013 to 2018. We demonstrate that firm's use trade credit as a source of financing to manage the its growth. Additionally, we present evidence of a non-linear relationship between credit obtained from suppliers and companies' growth. Finally, the results suggest that in the subgroup of less indebted firm's, trade credit has less relevance in the growth of firm's.

Keywords: Firm's growth; Trade credit; Accounts payable; Accounts receivable

ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO.....	1
1. Teorias do crescimento e rentabilidade	4
1.1. Abordagem baseada no ambiente externo	4
1.2. Abordagem baseada nos Recursos e Capacidades das Empresas	7
1.3. Abordagem Estocástica.....	10
1.4. Teorias baseadas na estratégia	10
2. Fontes de Financiamento e o Impacto no crescimento sustentável das empresas	13
2.1. Crédito Comercial – Conceito e Motivações	13
2.2. Crédito Comercial vs Crédito Bancário- Complementares ou Substitutos.....	16
2.3. A importância do Sistema Financeiro e do Sistema Jurídico	19
2.4. A cultura do país no crédito comercial	21
2.5. Objeção ao crédito comercial	23
3. Metodologia.....	26
3.1. Objetivos da Investigação.....	26
3.2. Identificação e recolha da Amostra em Estudo	30
3.3. Variáveis	33
3.4. Técnica estatística utilizada	37
4. Resultados.....	38
4.1. Estatística Descritiva.....	38
4.2. Análise de Correlação de Pearson	41
4.3. Modelo de Regressão	44

Crédito Comercial: Uma opção de financiamento ao Crescimento das Empresas

4.4. Análise e discussão de resultados	48
CONCLUSÃO.....	62
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	64
ANEXOS	70

ÍNDICE DE TABELAS E FIGURAS

Tabela 1 – Descrição das variáveis.....	36
Tabela 2 Estatística descritiva da amostra para 21954 observações.....	39
Tabela 3 Matriz de Correlação de Pearson	43
Tabela 4 Variance Inflation Factor	47
Tabela 5 Resultados em modelos efeitos fixos.....	48
Tabela 6 Resultados em modelos efeitos fixos isolando a variável tcreditors	51
Tabela 7 Resultados em modelos efeitos fixos isolando a variável tdebtors.....	51
Tabela 8 Resultados com modelos de efeitos fixos. Adaptação do modelo para a variável NTC	52
Tabela 9 Resultados com modelos de efeitos fixos. Verificação da condição de linearidade da variável tcreditors	55
Tabela 10 Resultados com modelos de efeitos fixos. Verificação da condição de linearidade da variável tdebtors.....	55
Tabela 11 Resultados com modelos de efeitos fixos. Verificação da condição de substituíbilidade ou complementaridade entre o crédito comercial e crédito bancário.....	57
Tabela 12 Resumo da validação das hipóteses	61
Gráfico 1 Análise gráfica das variáveis	41
Gráfico 2 Distribuição Anual do Número de empresas em Portugal e Espanha	71
Gráfico 3 Distribuição do tecido empresarial em Espanha no ano de 2018.....	71
Gráfico 4 Distribuição do tecido empresarial em Portugal no ano de 2018.....	72
Gráfico 5 N° de dias Médio de pagamento em transações B2B por país nos anos 2014 e 2018	72
Figura 1 Modelo I/O de rentabilidades Superiores	6
Figura 2 Modelo de Rentabilidade Superior baseado nos Recursos e Capacidades	9
Figura 3 Matriz de Ansoff	11

Lista de abreviaturas, acrónimos e siglas

CAPEX – Capital Expenditures

CEO – Diretores executivos

IO - Modelo Organização Industrial

LPE – Lei do Efeito Proporcional

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PIB – Produto Interno Bruto

PME – Pequena Média Empresa

RBV- Teoria dos Recursos e Capacidades

ROA – Rentabilidade Operacional

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

INTRODUÇÃO

O crédito comercial parece desempenhar um papel fundamental no financiamento do crescimento das empresas. As primeiras teorias sobre crédito comercial relacionavam o uso do mesmo com a presença de assimetrias de informação e com a vantagem que os fornecedores têm em relação aos bancos, no controlo das dívidas. Análises mais recentes relacionam o uso de crédito comercial como forma de gerir a tesouraria (Ferrando e Mulier, 2013).

Ainda que, pareça existir uma cultura entre as empresas e alguns autores que o crédito comercial acarreta vantagens às empresas, principalmente aquelas que tem dificuldade no acesso ao financiamento bancário, a Comissão Europeia parece discordar e demonstra inclusive evidências que o uso abusivo de crédito comercial pode trazer consequências para as empresas e as economias dos países. Uma dessas consequências diz respeito, ao custo que as empresas enfrentam para recuperar os créditos. De acordo com o estudo anual “European Payment Report” da Intrum, as empresas europeias passam mais de 74 dias por ano, ou seja, mais de um quarto do ano de trabalho, a recuperar pagamentos em atraso. Usando o salário médio da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), é possível fazer uma estimativa aproximada de que os atrasos de pagamento se traduzem num custo total anual para a economia europeia de 275 mil milhões de euros. Estes custos são insustentáveis para a economia e impedem o investimento em iniciativas que poderiam resultar numa economia mais forte e sustentável.

Ao longo dos anos, a importância do crédito comercial levou diversos autores a investigar a relação causal existente entre o desempenho das empresas e o crédito comercial, mas segundo sabemos, poucos trabalhos estudam o impacto do crédito comercial no crescimento das empresas. Apesar do aumento do interesse dos investigadores sobre esta relação, parece não existir consenso entre as conclusões retiradas pelos autores e as medidas adotadas pela Comissão Europeia. Se por um lado os autores consideram que existe uma relação positiva do crescimento com o crédito comercial, por outro lado a Comissão Europeia contraria essa perspetiva avançando com

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

a diretiva 2011/7/UE que estabelece medidas de combate aos atrasos de pagamento nas transações comerciais

Ainda que esta seja considerada uma questão central no crescimento das empresas, existe uma terceira variável, apontada por alguns autores (Ferrando e Mulier, 2013; Beck, Demirguc-Kunt e Maksimovic, 2005; Cosci, Guida e Meliciani, 2019; Rahaman, 2011) que influencia esta relação entre o crescimento das empresas e o crédito comercial – a variável crédito bancário.

Devido aos escassos estudos que relacionem o crescimento das empresas com o crédito comercial nas empresas portuguesas e espanholas e, por se considerar que não existe um consenso na relação causal entre as duas variáveis, na presente dissertação, procurou-se como primeiro objetivo abordar a influência do crédito comercial no crescimento das empresas. Para a realização desta análise, seguiu-se uma metodologia aproximada aos autores de referência, Ferrando e Mulier (2013).

Para além desta introdução, a dissertação é composta por 4 capítulos. No capítulo 1 é apresentada uma revisão de literatura às diferentes teorias do crescimento e rentabilidade das empresas.

Por se ter verificado que o crédito comercial é visto na maioria da literatura como fonte de financiamento, considerou-se relevante no capítulo 2 abordar as fontes de financiamento do crescimento das empresas com especial foco no crédito comercial. Neste capítulo serão abordadas questões como a relação entre o crédito comercial e o crédito bancário, a influência do sistema financeiro e jurídico no crédito comercial, bem como será aprofundado a questão da diretiva europeia 2011/7/UE.

No capítulo 3 aborda-se a metodologia adotada, onde são apresentados os objetivos da investigação e é também identificada a amostra e as variáveis que foram consideradas relevantes ao modelo de estudo.

No capítulo 4 são discutidos os resultados obtidos através do modelo. Inicia-se o capítulo com uma análise estatística das variáveis, seguindo-se a análise das correlações entre variáveis e por fim, são apresentados os resultados dos modelos de regressão.

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

Por último, no capítulo 5 são abordadas as principais conclusões, as dificuldades e limitações sentidas ao longo do trabalho realizado e ainda sugestões para o desenvolvimento de trabalhos futuros relativamente a este tema.

1. Teorias do crescimento e rentabilidade

O crescimento das empresas é considerado o motor do desenvolvimento de qualquer economia, levando a que a sua dinâmica ao longo dos anos tenha estado no epicentro das forças políticas, razão pela qual tem sido alvo de várias investigações. Peter Druker defendia que “a única coisa que sabemos sobre o futuro é que ele será diferente” e, neste sentido, é importante para as empresas terem a capacidade para se adaptarem a novas exigências que o mercado impõe.

Nesta seção serão exploradas algumas perspetivas referentes ao crescimento das empresas, sendo as mesmas apresentadas na seguinte ordem: i) abordagem baseada no ambiente externo; ii) abordagem baseada nos recursos e capacidades; iii) abordagens estocásticas; iv) teorias baseadas no ciclo de vida das empresas.

1.1. Abordagem baseada no ambiente externo

Entre os anos 60 e 80, o ambiente externo era considerado o principal determinante das estratégias de sucesso das empresas (Ireland, Hoskisson e Hitt, 2009). Um dos modelos que mais aceitação teve nesse período, foi o modelo de Organização Industrial (I/O) que especifica, que o setor no qual a empresa decide atuar, exerce maior influência no crescimento das empresas do que as decisões tomadas internamente pelos gestores. Este desempenho é determinado por um conjunto de características do setor, tais como, economias de escala, barreiras à entrada no mercado, diversificação, diferenciação do produto e grau de concentração de empresas nesse setor (Silva e Silva, 2020).

De acordo com os autores, Ireland, Hoskisson e Hitt, (2009) são quatro os pressupostos desta teoria:

- O ambiente externo impõe pressões e limitações que fazem determinar estratégias que geram rentabilidade acima da média;
- A maioria das empresas que compete dentro de uma indústria ou dentro de um determinado segmento dessa indústria controlam recursos semelhantes e estrategicamente relevantes, adotando estratégias semelhantes;

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

- Os recursos empregues nas organizações são móveis entre empresas. Desta forma, quaisquer diferenças nos recursos de empresas serão rapidamente eliminadas;
- Os gestores que detêm poder de decisão nas organizações são racionais e têm como compromisso, agir de acordo com os interesses das empresas.

Desta forma, este modelo define que a principal decisão dos gestores consiste em escolher o setor (ou indústria) que considera mais atrativo, empregando os recursos da melhor forma permitindo potenciar o crescimento das organizações através da maximização do lucro. Segundo Silva e Silva (2020), o modelo das cinco forças de Porter é uma ferramenta analítica complementar ao modelo I/O, uma vez que para uma empresa obter rentabilidade acima da média no seu setor, deve seguir uma das estratégias de Porter (1980): liderança de custos, diferenciação ou focalização. Conforme demonstra a figura 1, este modelo afirma que é possível auferir rentabilidade superior à média através da implementação de uma estratégia baseada no ambiente externo.

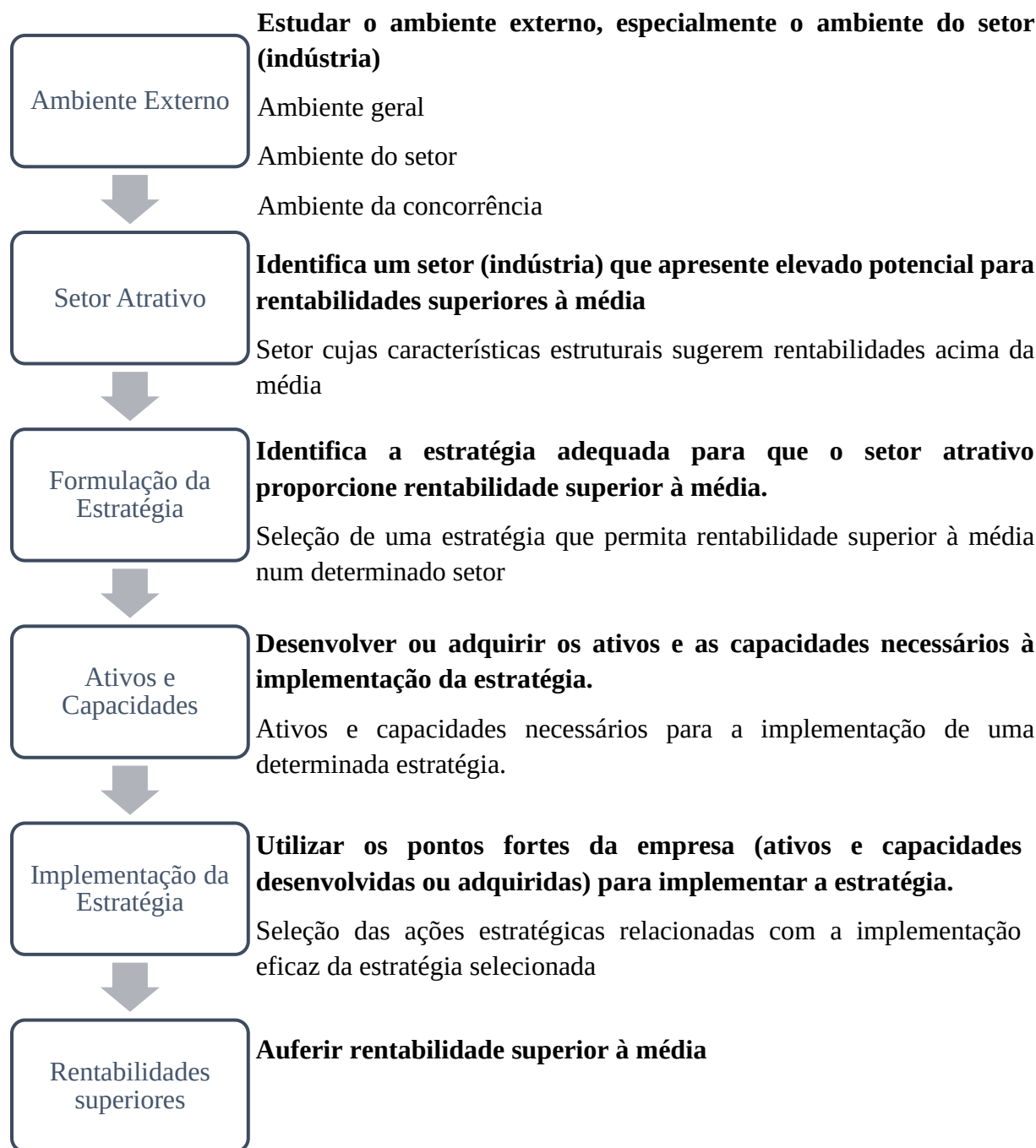


Figura 1 Modelo I/O de rentabilidades Superiores

Fonte: adaptado de Ireland, Hoskisson e Hitt
(2009)

1.2. Abordagem baseada nos Recursos e Capacidades das Empresas

A Teoria dos Recursos e Capacidades (denominada em inglês por Resource-based View - RBV) surgiu como resultado dos trabalhos desenvolvidos por Penrose (1959), onde o autor demonstrava que o crescimento de uma empresa é limitado quando os recursos são inadequados. Desde então, autores como Barney (1991) e Wenerfelt (1984) procuraram contribuir para o desenvolvimento da teoria, sendo que, a RBV é hoje uma das teorias dominantes no que se refere ao crescimento das empresas.

A teoria sugere que as empresas obtêm vantagens competitivas sustentáveis, através da implementação de estratégias que exploram as forças internas (Barney, 1986) e não apenas por estratégias que permitam desenvolver vantagens competitivas externas, como abordado na teoria anterior. Ao longo do tempo, as empresas são capazes de adquirir e desenvolver um conjunto de recursos e capacidades de características únicas (Silva e Silva, 2020). Estes recursos e capacidades desenvolvidos pelas empresas, condicionam os produtos e serviços fornecidos pelas mesmas aos clientes, o que determina um carácter único da oferta, permitindo desta forma, gerar valor à empresa.

Os recursos são os *inputs* do processo de produção da empresa como equipamentos importantes, habilidades individuais dos funcionários, patentes, finanças e gestores de talento (Silva e Silva, 2020). Segundo a RBV, uma organização pode ser considerada como um conjunto de recursos físicos, recursos humanos e recursos organizacionais (Barney, 1991). O mesmo autor considera ainda, que se uma empresa deseja alcançar vantagem competitiva sustentada, ele deve adquirir e controlar recursos que se consideram: (a) valiosos, no sentido em que os mesmos são capazes de neutralizar as ameaças dos concorrentes ou explorar oportunidades; (b) raros quando limita a oferta; (c) difíceis de imitar, na medida em que os concorrentes tem dificuldade em obtê-los ou necessitem de suportar elevados custos para os obter; (d) difíceis de substituir, quando não podem ser substituídos por outros que desempenham a mesma função.

As capacidades são uma condição que um conjunto de recursos possui para desempenhar uma tarefa ou atividade de forma integrada (Silva e Silva, 2020). Quanto mais as capacidades são fortalecidas por via do uso continuado, mais difícil se torna de serem compreendidas e imitadas pela concorrência. Uma importante contribuição para

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

esta teoria foi o de Teece (2007) ao introduzir o conceito de capacidades dinâmicas. O autor indica que em ambientes de negócios em rápida evolução, abertos à concorrência global caracterizados por dispersão das fontes geográficas e organizacionais de inovação e manufatura, a vantagem competitiva sustentável exige mais do que a propriedade de ativos (recursos) difíceis de imitar. Na perspetiva do autor, as organizações devem ter capacidade de detetar oportunidades e ameaças do meio envolvente e reconfigurar sempre que necessário as suas capacidades estratégicas, de modo a aproveitar essas oportunidades e manterem a competitividade.

Conforme demonstra a figura 2, este modelo sustenta que é possível auferir rentabilidade superior à média através da implementação de uma estratégia baseada nos recursos e capacidades.

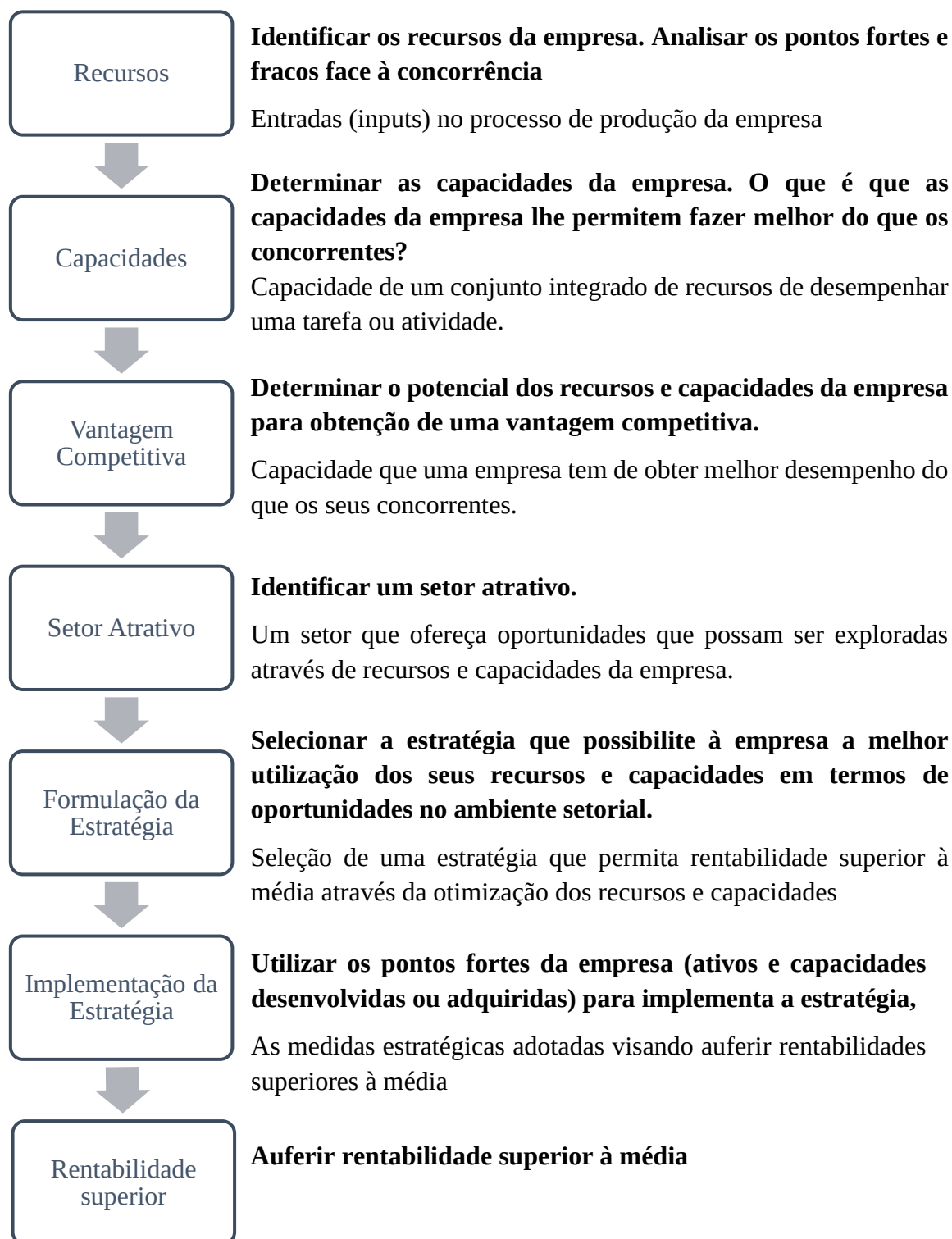


Figura 2 Modelo de Rentabilidade Superior baseado nos Recursos e Capacidades

Fonte: adaptado de Ireland, Hoskisson e Hitt, 2009

1.3. Abordagem Estocástica

A abordagem estocástica do crescimento das empresas tem desenvolvido modelos de crescimento com dois objetivos centrais. O primeiro passa por identificar fatores que afetam o comportamento das empresas e o segundo por identificar as semelhanças e as diferenças entre empresas. Um dos principais modelos é o designado *ei* do efeito proporcional (LPE) ou também designado por lei Gibrat.

Desde o surgimento dos trabalhos desenvolvidos por Roberts Gibrat em 1931, que o tamanho da empresa é predominantemente identificado pela literatura de economia industrial existente, como uma das fontes de heterogeneidade no crescimento da empresa (Rahaman, 2011). Nestes trabalhos, Gibrat concluiu que o crescimento das empresas não é dependente da dimensão inicial, não se verificando uma relação estatisticamente significativa entre a dimensão das empresas no período anterior e o crescimento do período atual (Nassar, Almsafir e Al-Mahrouq, 2014). Desta forma, o autor concluía que empresas com diferentes dimensões podem crescer de igual forma.

Outro dos modelos foi o desenvolvido por Kalecki em 1945, que indicava que a variável principal da dinâmica económica é o nível de investimento em cada momento, o qual depende de um conjunto de variáveis: (i) a acumulação dos resultados retidos pela empresa, que irá afetar a disponibilidade financeira para a realização de novos investimentos; (ii) a variação dos resultados em cada período económico, porque o aumento dos resultados contribui para a atratividade de novos investimentos, porventura menos lucrativos e assim a empresa aumenta a fronteira dos seus planos de investimento e (iii) a variação do stock de capital (Oliveira, 2019).

1.4. Teorias baseadas na estratégia

Como resultado da revisão da literatura sobre as metodologias de crescimento das empresas, é perceptível que as abordagens estratégicas estão na génese das vantagens competitivas (Oliveira, 2019). Esta perceção permitiu o desenvolvimento de diversas metodologias que auxiliam o empreendedor na definição de uma estratégia orientada para atingir os objetivos de crescimento das empresas.

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

Nos trabalhos de 1965, Igor Ansoff desenvolveu uma metodologia que serviu de base à reflexão sobre possíveis vias de crescimento das empresas, que se designa Matriz Produto-mercado de Ansoff. Esta matriz procura relacionar a empresa com os seus mercados alvo e encontra possíveis vias de crescimento coerentes com esta lógica (Silva e Silva, 2020). Conforme é perceptível pela figura 3, a metodologia assenta em quatro formas de crescimento das empresas: a penetração de mercado, a extensão de mercado, a extensão do produto e a diversificação.

Na penetração do mercado, o empreendedor procura explorar produtos e mercados já existentes, seja pela conquista de quota de mercado seja pelo aumento da utilização do produto. A extensão do produto procura aumentar a gama de produtos oferecidos ou introduzir novos produtos nos mercados já existentes. A extensão do mercado passa por encontrar novos mercados ou por converter clientes que ainda não utilizem os produtos. Por fim, a diversificação baseia-se em sinergias comerciais e tecnológicas e procura explorar novos mercados, através do desenvolvimento de novos produtos.

		Produtos	
		Atuais	Novos
Mercados	Atuais	Penetração de Mercado • Conquistar quota • Aumentação Utilização	Extensão de Produto • Aumentar a gama • Criar novos produtos
	Novos	Extensão de Mercado • Servir mais segmentos • Converter não-clientes	Diversificação • Sinergias comerciais • Sinergias tecnológicas

Figura 3 Matriz de Ansoff

Fonte: adaptado de Silva e Silva, 2020

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

As estratégias genéricas de Porter são outra das metodologias que permite à empresa pensar na sua estratégia. Porter (1980) definiu três estratégias genéricas internamente consistentes: liderança através de custos, diferenciação e focalização.

A primeira estratégia, a de liderança de custos requer a construção agressiva de um ambiente funcional que seja voltado para esse objetivo, seja pela adaptação das instalações e outros ativos, pela experiência ou pelo controlo de custos e despesas gerais. Neste tipo de estratégia todas as atenções são voltadas para ter custos mais baixos em relação à concorrência.

A segunda estratégia tem como objetivo diferenciar o produto ou oferta de serviços pela empresa, criando algo que seja notório em todo o setor. Esta diferenciação pode assumir várias formas, seja pela diferenciação do design, pela diferenciação das características do produto ou pelo atendimento ao cliente.

Por fim, a focalização tem como objetivo centrar a atividade num grupo, segmento da linha de produtos ou mercado geográfico. A estratégia baseia-se na premissa de que a empresa é capaz de atender ao seu alvo estratégico de forma mais objetiva e eficaz que a restante concorrência que têm como objetivo atender ao mercado no seu todo. A empresa pode atingir desta forma a diferenciação e a liderança de custos por apostar apenas neste segmento.

Qualquer uma destas três estratégias pode permitir alcançar rentabilidade acima da média e/ou uma posição consistente no mercado, o que desta forma leva ao crescimento das empresas (Porter, 1980).

2. Fontes de Financiamento e o Impacto no crescimento sustentável das empresas

As decisões tomadas quanto à estrutura de capital das empresas são talvez das mais importantes e desafiadoras a serem tomadas pelos gestores financeiros, no que se refere ao crescimento das empresas. Esta é uma decisão relevante que põe em causa a permanência do negócio, bem como o seu potencial de crescimento. Os autores Wu e Yeung (2012) indicam que a combinação ótima entre investimento e fontes de financiamento permite atingir o objetivo de crescimento das empresas.

Os trabalhos de Modigliani e Miller foram pioneiros na literatura de finanças empresariais, tendo lançado a curiosidade pelo estudo da estrutura de capital e pela forma como esta possibilita um crescimento sustentável das empresas. Muitos foram os estudos que sucederam, sendo que ainda hoje se discute a possibilidade de existir uma estrutura ótima de capital que permita maximizar o valor da empresa.

A estrutura de capital das empresas pode ser composta por fontes de financiamento de natureza externa ou natureza interna, conforme os recursos sejam respetivamente, gerados externamente ou internamente. Alguns exemplos dessas fontes de financiamento são o Capital Próprio, o Crédito Bancário ou Crédito Comercial.

Ao longo da presente secção será dado maior destaque ao crédito comercial e ao seu impacto na política de financiamento do crescimento.

2.1. Crédito Comercial – Conceito e Motivações

O crédito comercial traduz-se numa forma importante de financiamento através da qual as empresas concedem crédito às suas empresas clientes, através de adiamentos de cobrança das dívidas. As primeiras teorias de crédito comercial relacionavam o uso do crédito comercial com a presença de assimetrias de informação e com a vantagem de monitorização que os fornecedores têm sobre os bancos (Ferrando e Mulier, 2013). As empresas (normalmente de pequenas dimensões), incapazes de obter financiamento bancário, devido aos custos elevados de monitorização dos bancos, recorriam aos fornecedores que lhes garantiam crédito comercial em virtude de um relacionamento duradouro e a custo inferior. Desta forma, surge a principal conclusão que maior

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

validação teve junto dos autores que estudaram o crédito comercial. Esta fonte de financiamento é mais importante para empresas que revelam maior assimetria de informação, restrições financeiras, choques de liquidez ou risco de insolvência (Huang *et al.*, 2019).

Ao longo dos anos, vários investigadores procuraram desenvolver diversas teorias que permitissem obter explicações para os motivos que os fornecedores têm para a concessão de crédito. Essas teorias assentaram em aspetos específicos da estrutura de mercado e/ou características do produto, sugeriam que certas indústrias pudessem ter uma capacidade mais limitada na concessão de crédito comparativamente com outras. De acordo com a literatura (Lefebvre, 2023, D.Seifert, W. Seifert e Protopappa-Sieke, 2013) existem motivos do lado da oferta para a cedência de crédito comercial e motivos do lado da procura para a aquisição de crédito comercial. Do lado dos fornecedores foram identificados os seguintes:

- O crédito comercial é visto como uma estratégia de marketing garantido aos compradores financiamento para aquisição de mais *inputs*;
- A determinação de uma posição consistente no mercado do produto é determinada pela concessão de crédito. As empresas de grande dimensão tendem a ter maior poder de mercado e por conseguinte também apresentam maior capacidade de cedência de crédito. Já as pequenas e médias empresas (PME's) têm um menor poder de mercado e apresentam maiores dificuldades na cedência de crédito;
- A discriminação de preços pode ser um fator decisivo em mercados oligopolistas, onde a concorrência pelo preço dos produtos é agressiva e onde pode ser diferenciador a decisão de conceder crédito comercial. A elasticidade do preço ocorre quando empresas concedem descontos a clientes que efetuam o pagamento a pronto, permitindo conceder crédito comercial aos outros clientes;
- Os fornecedores fornecem crédito comercial como garantia da qualidade do produto, dando tempo ao cliente para testar o produto. Esta garantia dada ao cliente pelo fornecedor é muitas vezes entendida como confiança na qualidade do produto.

A ideia de conceder crédito comercial aos clientes é uma forma de aumentar as vendas, contudo, pode levar a que os fornecedores estejam expostos ao incumprimento.

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

Como forma de as empresas se protegerem deste incumprimento, é importante que as empresas credoras avaliem a reputação dos clientes. Existe também a possibilidade de realizar um seguro de crédito empresarial, que tem como finalidade salvaguardar que a empresa não seja penalizada pelo incumprimento dos clientes, garantindo uma cobertura de riscos de não pagamento das prestações mensais.

Se por um lado a literatura apontou motivações do lado da oferta para a concessão de crédito pelos fornecedores, também do lado da procura existem motivações para os clientes requererem crédito comercial aos fornecedores. A importância do crédito comercial é destacada de uma perspetiva diferente, pois o crédito comercial pode afetar a eficiência operacional, reduzir a incerteza de caixa no pagamento e fornecer mais flexibilidade às empresas (Rahman, Rozsa e Cepel, 2018). Assim, os autores D.Seifert, W. Seifert e Protopappa-Sieke (2013) identificam três motivações principais para a aquisição de crédito por parte dos clientes. São elas:

- Diminuição dos custos de transação – o crédito comercial permite uma redução dos custos de transação suportado no momento da entrega de mercadoria. Neste contexto, o crédito comercial é visto como um mecanismo de gestão de inventários, principalmente para empresas que operem em mercados sazonais ou de elevadas variações na procura. Desta forma, através do crédito comercial, é possível para o cliente ter maior acesso aos produtos, sem que para isso seja necessário incorrer em custos elevados;
- Racionamento de crédito – a circunstância de existir, em regra, uma grande assimetria de informação entre as empresas e os bancos, determina que estes últimos coloquem barreiras à concessão de crédito, uma vez que não conseguem avaliar com fiabilidade o risco do credor. A literatura sugere que essa dificuldade caracteriza principalmente as PME's, dado que não só apresentam assimetrias de informação, como adicionalmente tem mais dificuldades em oferecer garantias nas operações de financiamento. Deste modo, a solução passa por as PME's obterem crédito comercial nas empresas que não tem restrições ao crédito bancário;
- Controlo das empresas com dificuldades financeiras – os autores defendem que os custos elevados e suportados pelas empresas que procuram crédito comercial é

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

compensado pela proteção que esta fonte de financiamento pode proporcionar a entidades com dificuldades financeiras. A dependência entre fornecedores e clientes é defendida como um fator crucial à determinação das condições do crédito comercial. Quanto maior é a dependência do cliente face ao fornecedor maior a capacidade de renegociação das condições de pagamento.

Ainda que uma vasta literatura económica enfatize as motivações anteriormente indicadas para a obtenção do crédito comercial, o estudo “*European Payment Report 2018*” realizado pela Intrum em 2018, indicava que 62% dos fornecedores apontavam como principal causa para o atraso dos pagamentos as dificuldades financeiras atravessadas pelos seus clientes. O relatório indicava ainda, que 48% dos atrasos eram intencionais, 45% eram devido à ineficiência administrativa por parte dos clientes e 19% relativo a disputas relativas a bens e serviços entregues. Fica evidente que os atrasos de pagamento são motivados tantos por ineficiências e circunstâncias externas negativas, como por práticas comerciais mal-intencionadas.

Conforme já verificado, há autores que veem o crédito comercial como fonte de financiamento para superar as deficiências do sistema bancário. A função de “intermediário de substituição” exercida pelo crédito comercial, justifica-se, pela necessidade de limitar os efeitos adversos da informação assimétrica, principalmente para os bancos, que veem o risco de incumprimento aumentar, pela inexistência de informação. Contudo, há autores que veem o crédito comercial como fonte de financiamento complementar. É sobre relação entre crédito comercial e crédito bancário que se foca o próximo subcapítulo.

2.2. Crédito Comercial vs Crédito Bancário- Complementares ou Substitutos

É do senso comum a importância da eficácia do sistema financeiro na vida das empresas. No entanto, como já verificado anteriormente, o acesso a esse sistema financeiro não é comum a todas as empresas. O artigo publicado pelo Meltzer (1960) foi o ponto de partida para a questão se o crédito comercial é um substituto ou um complemento do crédito bancário.

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

De acordo com alguns autores (Banõs-Caballero, Garcia-Teruel e Martínez-Solano (2023); Cosci, Guida e Meliciani,(2019), Rahaman (2011), Fisman e Love (2003), Demirguc-Kunt e Maksimovic (1998)) existe uma dificuldade acrescida para as PME's obterem financiamento e outros serviços bancários comparativamente com as empresas de grande dimensão. O crédito bancário, do ponto de vista económico, é encarado muitas vezes como a forma de financiar oportunidades de investimento que os gestores consideram rentáveis. Porém, empréstimos rápidos podem resultar em recursos mal alocados e ineficientes que resultam numa dívida excessiva que pode ser corrosiva para a confiança económica e para as perspetivas de crescimento (Lim, 2019).

As assimetrias de informação nas PME's, bem como a incapacidade das mesmas fornecerem garantias para proteger o risco que os bancos incorrem, leva muitas vezes as empresas a terem o crédito negado (Moro, Belghitar e Mateus, 2021). O motivo pelo qual não é possível a concessão de crédito, não se deve a serem tomadores de empréstimos de baixa qualidade, mas sim porque não são capazes de fornecer as informações/garantias que os bancos consideram necessárias. As instituições financeiras carecem de informações completas e transparentes para aceder aos pedidos de financiamento das PME's, contudo essa aquisição de informação acarreta custos avultados para as instituições financeiras, que preferem muitas vezes negar a cedência de crédito (Harrison *et al.*, 2022).

Os autores Hill *et al.* (2017) demonstraram que estas empresas com menor capacidade de crédito tendem a usar relativamente mais crédito comercial do que as empresas financeiramente mais fortes. Esta ideia tem sido amplamente referida como a hipótese de substituição entre crédito comercial e crédito bancário, em que as empresas com maior liquidez concedem crédito às que têm acesso restrito ao crédito bancário, atenuando assim a distribuição do crédito (Palacín-Sánchez, Canto-Cuevas e di-Pietro, 2018).

As empresas têm acesso desigual aos mercados de capital, originados por custos de transação, vantagens fiscais, problemas de agência e informações assimétricas que fazem da relação entre os fundos internos e externos substitutos imperfeitos (Rahaman, 2011). Cosci, Guida e Meliciani (2019) analisam a substituíbilidade entre crédito

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

comercial e crédito bancário sob duas perspetivas: a das empresas credoras (empresas com crédito comercial positivo, ou seja dívida comercial negativa) e das empresas devedoras (crédito comercial negativo, ou seja dívida comercial positiva). Os autores acreditavam que as empresas credoras deveriam financiar as empresas devedoras e, desta forma concluía que a dívida comercial e a dívida bancária seriam só substitutas para as empresas devedoras. Contudo, verificou-se que o grau de substituíbilidade entre dívida comercial e dívida bancária existe nos dois grupos de empresas, permitindo constatar a existência de restrições de crédito tanto para credores como devedores. Estes resultados foram importantes na literatura, uma vez que se não tivesse sido feito a separação entre empresas o resultado seria comum aos primeiros autores de um efeito de substituíbilidade entre dívida comercial e dívida bancária.

Os autores Baños-Caballero, García-Teruel e Martínez-Solano (2023), descobriram nos seus resultados um efeito de substituição de crédito bancário com o crédito comercial em períodos de crises bancárias, mas esse efeito é menor em países com forte proteção jurídica ao credor, revelando a importância da procura de crédito comercial em momentos de escassez de crédito.

O efeito de substituíbilidade do crédito comercial com o crédito bancário é notado em situações em que uma diminuição no acesso ao crédito bancário originam aumentos no crédito comercial ou vice-versa. Ainda que muitos autores concordem com esta ideia, também há quem considere que os efeitos do crédito bancário sob o crédito comercial são diretamente proporcionais, ou seja, quando o crédito bancário aumenta existe um aumento do crédito comercial ou quando o crédito bancário diminui existe uma diminuição do crédito comercial. Diz-se então que o efeito é complementar.

Através de um estudo a um programa de garantia de crédito de emergência promovido no Japão, Tsuruta (2015) procurou examinar a relação causal entre o crédito comercial e o crédito bancário. Através deste programa, os bancos podiam financiar as empresas sem que para isso houvesse risco de incumprimento, uma vez que as entidades bancárias teriam sempre o reembolso. Esta mudança de política originou um aumento da disponibilidade do crédito bancário para pequenas empresas, que em caso de um efeito de substituição das duas fontes de financiamento, levaria a um aumento da procura das

empresas pelos empréstimos bancários, em substituição do crédito comercial. O que o autor constatou é que em vez disso, as empresas aumentaram a rubrica das contas a pagar, levando-o a concluir que existe um efeito de complementaridade entre as duas fontes de financiamento. Também os autores Rahman, Rozsa e Cepel (2018) através de análise de empresas de trinta países diferentes, concluíram que empresas que possuem uma linha de descoberto bancário (*overdraft*) usam mais crédito comercial do que as empresas que não tem a linha de descoberto, confirmando desta forma, o efeito complementar do crédito bancário sobre o crédito comercial.

Embora a discussão quanto a esta temática não pareça reunir o consenso dos investigadores de finanças, a verdade é que existem outros fatores exógenos que apresentam grande relevância para o estudo, como é o caso da eficiência do sistema financeiro e do sistema jurídico ou até mesmo da cultura do próprio país.

2.3. A importância do Sistema Financeiro e do Sistema Jurídico

A maioria dos estudos referentes à estrutura de capitais recorrem à aproximação do tamanho dos sistemas financeiros e jurídicos, em vez de qualidade, para explicar os diferenciais de crescimento das empresas. Este fator resulta, muitas vezes, num enviesamento dos resultados e na desvalorização da eficiência do sistema financeiro e do sistema jurídico na solvabilidade das empresas e no crescimento económico.

A literatura de finanças empresariais sugere que as imperfeições do mercado, causadas por conflitos de interesse e assimetrias de informação entre os membros da empresa e os investidores, restringem as empresas na sua capacidade de financiar projetos de investimento (Demirguc-Kun e Maksimovic, 1998). A magnitude destas imperfeições depende em parte da eficácia dos sistemas, sendo que se os mesmos diferem entre os países, então a capacidade de as empresas obterem capital externo deve também ser diferente.

A discussão quanto à importância do sistema financeiro pareceu ganhar destaque com os trabalhos Demirguc-Kunt e Maksimovic (1998) e de Rajan e Zingales (1998), quando os autores verificaram que a existência de um mercado financeiro bem desenvolvido em determinado país, pode representar uma vantagem comparativa para as

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

indústrias mais dependentes de financiamento externo. Segundo Rajan e Zingales (1998), esta descoberta condicionou a criação de muitas políticas de desenvolvimento financeiro num amplo conjunto de países, com o objetivo de promover o crescimento dos mercados financeiros e dos setores bancários, para fornecer as fontes de financiamento que as empresas necessitam para financiar os seus projetos de investimento.

O nível de desenvolvimento do sistema financeiro influencia a utilização do crédito comercial, conforme os fornecedores tenham ou não acesso ao crédito bancário. Os autores Palacín-Sánchez, Canto-Cuevas e Di-Pietro(2018) argumentam que o nível de crédito comercial pode ser maior, se os fornecedores tiverem acesso a empréstimos bancários e atuem como agentes intermediários financeiros, canalizando os recursos de curto prazo de instituições financeiras para outras empresas. Melhores intermediários ajudam a reduzir a folga no sistema financeiro e promovem a produtividade do capital, por meio do investimento em projetos mais rentáveis (Koetter e Wedow, 2010). Nesta ótica, o nível de desenvolvimento do setor financeiro tem um efeito positivo, quer no crédito bancário, quer no crédito comercial.

O sistema jurídico eficaz é importante para restringir o comportamento oportunista dos devedores, ou seja, garantir que as empresas que obtêm financiamento tenham capacidade de se comprometer com as cláusulas previamente acordadas com os credores. Os autores Banõs-Caballero, García-Teruel e Martínez-Solano (2023), em países onde existe maior proteção jurídica, as empresas tendem a fornecer crédito comercial com prazos de execução mais curtos. Este efeito positivo que relaciona os empréstimos com o sistema jurídico evidencia assim uma maior utilização do crédito bancário e/ou crédito comercial. Deste modo, o sistema jurídico tem um efeito positivo quer no crédito bancário, quer no crédito comercial.

Para conceder crédito de curto prazo, os bancos são obrigados a verificar com maior frequência as contas das empresas e a modificar as condições do crédito quando necessário. Dado o prazo dos créditos, em caso de problemas é mais fácil reverter recorrendo à justiça. Já no que se refere ao crédito comercial, os problemas que possam surgir da fragilidade do sistema jurídico, são mais facilmente resolvidos sem recorrer à justiça, uma vez que, os fornecedores poderão simplesmente cortar com o fornecimento

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

do produto. Todavia, para estas situações, conforme já foi verificado, quando se aumenta a dependência dos clientes face aos fornecedores é mais fácil exigir deles o pagamento sem recorrer a medidas que penalizem as atividades dos clientes.

Ainda que, para a vida das empresas seja importante ter sistemas desenvolvidos, esta não é uma condição necessária para o crescimento de todas as empresas. Beck, Demirguc-kun e Maksimovic(2005) constataram que o subdesenvolvimento do sistema financeiro, bem como do sistema legal, restringe principalmente pequenas empresas que são consistentemente as mais afetadas por todos os obstáculos. Ainda assim, os autores Guariglia, Liu e Song (2010) demonstraram através do exemplo da China, que é possível haver crescimento das empresas sem que o sistema financeiro seja desenvolvido, desde que as empresas apresentem elevados fluxos de caixa. Ideia esta também defendida pelos autores Demirguc-Kun e Maksimovic (1998), que indicaram que a necessidade de financiamento externo de uma empresa depende da magnitude dos seus fluxos de caixa internos em relação às suas oportunidades de investimento.

Assim sendo, subentende-se a existência de uma hierarquia das fontes de financiamento, em que em primeiro se encontram as fontes de financiamento interno e, apenas em caso de necessidade, as fontes de financiamento externo. Essa hierarquia, caracterizada por teoria de *pecking order*, indica que as empresas não tomam decisões de financiamento com objetivo de alcançar o financiamento ótimo.

2.4. A cultura do país no crédito comercial

Um dos fatores que segundo Bedendo, Garcia-Appendini e Siming (2020) é um dos motores na variação da escolha das opções de financiamento é a cultura. Compreende-se por cultura, a programação coletiva da mente que permite distinguir os membros de um grupo ou categoria de pessoas de outro (Hofstede, 2001). De acordo com Associatti (2015), há países onde o não pagamento intencional em negócios *business to business* é uma prática comum, correspondendo estatisticamente, uma em cada cinco empresas. Ou seja, na perspetiva do autor, existe uma prática coletiva entre as empresas de determinados Estados Membros como Espanha, Itália, Portugal e Grécia, onde o pagamento em atraso é um comportamento comercial padrão. Nos países nórdicos como

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

a Dinamarca, Suécia e Estônia, os atrasos de pagamentos não são considerados problemáticos, uma vez que estes Estados Membros têm enraizado uma boa cultura de pagamentos que motiva as empresas a cumprir condições contratuais. Para a adoção destes comportamentos, de acordo com Bedendo, Garcia-Appendini e Siming (2020), contribui as origens culturais dos diretores executivos (CEOs) das empresas, que varia conforme os países de onde são provenientes, bem como das raízes familiares.

A cultura pode afetar a variável do crédito comercial através de quatro dimensões diferentes: individualismo *versus* coletivismo; distância ao poder; prevenção de incerteza e Masculino *versus* Feminino.

A dimensão individualismo/coletivismo representa a forma como os indivíduos se integram em grupos. Em países de alto individualismo, as pessoas valorizam sua independência, mantêm relações distantes com os outros e cuidam apenas de si e de suas famílias imediatas, a passo que, em países de alto coletivismo as pessoas valorizam a opinião do grupo e tendem a colocar os interesses dos seus grupos, acima de seus próprios interesses (Ghoul e Zheng, 2016).

Em sociedades individualistas, tendem a ver os bancos como entidades incompatíveis com a realidade do negócio e que tomam as suas decisões de crédito através de mecanismos que não permitem verificar a heterogeneidade das empresas (Moro, Belghitar e Mateus, 2021). Esta visão redutora das entidades financeiras, motiva que as empresas dificultem a partilha de informação com os bancos e, desta forma, os bancos dificultem o acesso ao crédito bancário. Neste sentido, os autores Moro, Belghitar e Mateus (2021) verificam que existe uma maior procura pelo crédito comercial em países com alto individualismo.

A vertente, distância de poder, mede o grau em que os membros menos poderosos de uma sociedade acreditam e esperam que o poder seja distribuído de forma desigual. Os autores Moro, Belghitar e Mateus (2021) e Ghoul e Zheng (2016) concluíram nos seus trabalhos que a dimensão distância do poder e uso de crédito comercial tem uma relação positiva, ou seja, quanto maior a distância de poder maior o uso de crédito comercial. Os autores Moro, Belghitar e Mateus (2021) voltam a atribuir esta relação às assimetrias de informações existentes entre as empresas e os bancos. Quando as sociedades exibem alto

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

grau de distância de poder, a relação banco-empresa é mais formal e as empresas tendem a ver os bancos como entidades que não se podem confiar, o que motiva a procura por outras fontes de financiamento, como o crédito bancário.

A prevenção de incertezas está relacionada com o nível de stress que a sociedade enfrenta face à incerteza do futuro (Hofstede, 2001). Ghoul e Zheng (2016) afirmam que os fornecedores fornecem mais crédito comercial em países com alta incerteza. Os autores afirmam que os clientes em países de elevada incerteza, tendem a ser mais cuidadosos com a qualidade dos produtos, obrigando os fornecedores a fornecerem garantias do produto, sob a forma de crédito comercial.

A dimensão Masculino/Feminino está relacionada com as divisões emocionais entre homens e mulheres (Hofstede, 2001). O autor argumenta que em países de alta masculinidade, os indivíduos buscam atividades que aumentem o ego e sinalizem sucesso e prestígio. Partindo deste pressuposto, os autores Ghoul e Zheng (2016) concluem que que em países de alta masculinidade a procura por crédito comercial é maior por forma a mitigar o oportunismo dos acionistas.

2.5. Objeção ao crédito comercial

De acordo com a visão redistributiva do crédito comercial, empresas sem restrições financeiras e com facilidade no acesso ao financiamento bancário, financiam as empresas com restrições financeiras e com dificuldades no acesso ao crédito bancário por via do crédito comercial. Porém, não é incomum verificar transações de crédito comercial entre fornecedores com restrições financeiras para clientes sem restrições financeiras, estando, portanto, em situação de redistribuição ineficiente (Cosci, Guida e Meliciani, 2019).

De forma a inibir a existência da redistribuição ineficiente, a Comissão Europeia implementou a Diretiva 2011/7/UE que estabelece medidas de combate aos atrasos de pagamento nas transações comerciais, promovendo desta forma a competitividade das empresas e em particular das que maiores restrições têm ao crédito bancário, as PME. Segundo um relatório de avaliação da Comissão Europeia (2016), a Diretiva 2011/7/UE foi elaborada de modo a fornecer soluções eficazes e eficientes que desencorajam os

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

atrasos dos pagamentos e os prazos de pagamento contratuais que fossem excessivamente longos. De acordo com a presente diretiva, os atrasos de pagamentos desta natureza afetam a liquidez e dificultam a gestão financeira das empresas, principalmente quando o credor se vê obrigado a recorrer ao financiamento externo para garantir a competitividade e a viabilidade do seu negócio. O risco destes efeitos agrava gradualmente em períodos de recessão económica, quando o acesso ao crédito fica mais limitado.

Numa fase embrionária da Diretiva, cada Estado Membro da União Europeia estabelecia as suas condições de pagamento, taxas de juro e sanções para o atraso de pagamento. Consoante o relatório da Comissão Europeia (2016), esta multiplicidade de leis e a incerteza associada não facilitaram o comércio transfronteiriço e constituíram um obstáculo ao bom funcionamento do mercado único. Motivo, pelo qual Ferrando e Mulier (2013), constatou na sua amostra que a utilização de crédito comercial diferia muito entre os países da área do euro. Os autores apontaram que as diferenças podiam ser explicadas pelas estruturas institucionais e condições de pagamento do crédito comercial heterogêneas. Na altura, constataram que em países como Alemanha e Finlândia, o prazo médio de vencimento do crédito comercial a pagar e a receber era cerca de um mês, sendo que em países como Espanha, Itália ou Portugal, a média de dias de contas a pagar é superior a 50 dias e das contas a receber é superior a 100 dias.

Com a Diretiva 2011/7/UE esperava-se que as provisões reforçadas conduzissem a prazos contratuais de pagamento mais curtos e ao exercício de direitos em caso de atraso de pagamento, reduzindo os custos para as empresas. Conforme enunciado pela diretiva, os atrasos de pagamento constituem um incumprimento de contrato que se tornou financeiramente aliciante para os devedores na maioria dos Estados Membros, visto serem baixas ou inexistentes as taxas de juro que se aplicam aos atrasos de pagamento e/ou razão da lentidão dos processos. Desta forma, torna-se necessário a mudança da cultura para pagamentos atempados e o reconhecimento do direito de cobrar juros no caso de incumprimentos dos prazos.

Ainda que *a priori* a diretiva pareça inibir as empresas de concederem crédito comercial por aconselhar o pronto pagamento, o mesmo não corresponde à verdade. Conforme é exposto pela diretiva, os prazos de pagamento no caso de contratos entre

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

empresas, não devem exceder, por regra, 60 dias de calendário. Porém, abre a possibilidade de os mesmos prazos serem alargados pelas empresas, quando é manifestamente vontade da empresa conceder crédito comercial, não devendo, contudo, esta prorrogação constituir um abuso manifesto face ao credor. Ou seja, deste modo, não é intuito da diretiva terminar com o crédito comercial, mas sim evitar que este seja usado de forma abusiva e que, desta forma, coloque em causa a continuidade das empresas.

Esta diretiva, ainda que útil no combate aos atrasos de pagamento, teve bastantes dificuldades na sua aplicabilidade. De acordo o relatório da Comissão Europeia (2016), ainda que tenha existido uma redução nos prazos médios de pagamento, o impacto foi residual. O principal motivo para este decréscimo moderado foi o pouco tempo decorrido entre a aplicabilidade da diretiva e a elaboração do relatório, contudo, a verdade é que ainda alguns Estados Membros continuam a adotar más práticas nos pagamentos, estando ainda acima dos 60 dias previstos na diretiva.

Segundo o relatório da Comissão Europeia, o maior obstáculo da aplicação da Diretiva é a existência de uma disputa de poder inerente entre grandes e pequenas empresas, que conduz a um desequilíbrio de poder e que leva muitas vezes as empresas maiores a ditarem os termos dos contratos, impondo não só longos prazos de pagamentos, como baixas taxas de juro. Esta relação de subordinação das grandes empresas leva as pequenas empresas a aceitarem estas cláusulas abusivas em prol de não perder um grande cliente.

3. Metodologia

A metodologia é compreendida como o conjunto de métodos, técnicas e instrumentos que sustentam uma determinada pesquisa. Na presente dissertação foi usado um método de investigação quantitativo, que permitirá analisar a influência do crédito comercial no crescimento sustentado das empresas.

Na primeira e segunda secção foi realizada uma revisão de literatura, através de fontes bibliográficas primárias e secundárias sobre o tema, com o objetivo primordial de dar um suporte teórico ao trabalho. Na terceira secção será identificada a amostra, os métodos qualitativos usados para a recolha e tratamento de dados e, por fim, na quarta secção serão apresentados os resultados.

3.1. Objetivos da Investigação

A presente investigação tem como objetivo primordial verificar qual o contributo do crédito comercial para o crescimento sustentável das empresas. Para que esta análise seja bem-sucedida, procurou-se perceber quais os rácios e indicadores que melhor traduzem o impacto do crédito comercial no crescimento das empresas e a partir deles foram formuladas algumas hipóteses que serão analisadas na próxima secção.

Pela revisão de literatura realizada na secção anterior, ficou notória a importância que a estrutura de capital pode ter no crescimento sustentável das empresas. Sem acesso adequado ao financiamento, o poder de permanência no negócio e o seu potencial de crescimento ficam comprometidos (Rahaman, 2011).

Os autores Ferrando e Mulier (2013) indicam que as empresas usam a combinação das contas a receber e das contas a pagar por dois motivos: i) para otimizar o seu desempenho empresarial; ii) como mecanismo de interação entre o mercado financeiro e o canal de crédito comercial. Conforme ficou notório na literatura, o crédito bancário não se encontra ao alcance de todas as empresas e, por isso para muitas empresas é mesmo o crédito comercial que desempenha o papel principal como fonte de financiamento de curto prazo (Chod, Lyandres e Yang, 2019). Principalmente nas PME's, o acesso ao crédito bancário revela-se um problema devido à assimetria de informação e à incapacidade destas empresas fornecerem garantias aos bancos, motivando-os a rejeitar o

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

crédito (Moro, Belghitar e Mateus, 2021). Sendo assim, cabe às empresas que não apresentam dificuldades no acesso ao crédito bancário, o financiamento das PME's através do crédito comercial (D. Seifert, W.Seifert e Protopappa-Sieke, 2013).

Quando o crédito comercial flui de fornecedores relativamente sem restrições financeiras para compradores com restrições financeiras, o crédito comercial é visto como um mecanismo de financiamento eficiente (Cosci, Guida e Meliciani, 2019). Sendo a nossa amostra constituída por PME's, ou seja, empresas apontadas pela literatura como restritas financeiramente, é esperado que o crédito comercial obtido de fornecedores seja considerado uma fonte de financiamento às oportunidades de investimento e que desta forma, constitua um potencial de crescimento das empresas.

Os autores D. Seifert, W.Seifert e Protopappa-Sieke (2013), apontam ainda que quanto maior a dependência da empresa ao fornecedor maior será a capacidade de renegociar as condições de pagamento. Assim sendo, é esperado que as empresas aumentem as suas compras junto dos fornecedores, a condições mais vantajosas, o que sugere uma melhoria da cadeia de produção e consecutivamente uma melhoria nas vendas da empresa.

Atendendo aos motivos apresentados anteriormente, pode ser formulada a seguinte hipótese:

HIPÓTESE 1: *Ceteris paribus*, a obtenção de crédito junto dos fornecedores possui uma relação positiva com o crescimento das empresas.

A provisão de crédito comercial é comumente percebida como uma fonte de vantagem competitiva, neste sentido quanto mais concorrência houver entre fornecedores, maiores são os seus incentivos para conceder crédito comercial (Chod, Lyandres e Yang, 2019). A Comissão Europeia (2013) reconhece nos fornecedores a capacidade de obter melhores informações sobre os seus clientes e, ocasionalmente, ter mais influência sobre eles do que as instituições financeiras. Esta característica confere aos fornecedores, a capacidade de serem melhores credores do que as instituições financeiras, porém as empresas não deixam de ter problemas relacionados com a

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

assimetria de informação e os problemas de risco moral (Ding *et al.*, 2023). Os autores revelam que quanto maior a confiança entre gerentes e diretores de empresas menor será a assimetria de informação e consequentemente maior a disponibilidade de conceder crédito comercial.

Conforme verificamos na literatura, o crédito comercial cedido pode ser visto não só como uma estratégia de marketing, que garante aos compradores financiamento para a aquisição de mais inputs, como pode indicar também confiança e garantia no produto que oferecem (Lefebvre, 2023; D.Seifert, W.Seifert e Protopappa-Sieke, 2013). Neste sentido, os autores Chod, Lyandres e Yang (2019) confirmam no seu estudo que uma empresa quando cede crédito comercial, tende a fidelizar o seu cliente e a garantir a venda mais produto através de crédito comercial. Por esta razão, os autores afirmam que existe uma relação positiva entre a cedência de crédito comercial e o crescimento das vendas.

HIPÓTESE 2: *Ceteris paribus*, a cedência de crédito junto dos clientes possui uma relação positiva com o crescimento das empresas.

Como já anteriormente foi referido, a obtenção de crédito comercial desempenha um papel importante como fonte de financiamento das oportunidades de investimento. Porém um aumento das contas a pagar origina custos de transação adicionais, que motivam uma redução da taxa de crescimento (Tingbani *et al.*, 2022).

Segundo os autores, o crédito comercial obtido pode aumentar o crescimento das empresas (por via do investimento das oportunidades de crescimento), mas só até ao momento em que os custos de transação ultrapassam os benefícios obtidos. A partir desse momento, é esperado que o aumento do crédito comercial obtido comece a influenciar negativamente o crescimento das empresas. Os autores Ferrando e Mulier (2013) evidenciam nos seus resultados que as empresas que experimentam elevadas taxas de crescimento no passado tendem a experimentar um crescimento mais baixo no futuro, devido aos custos de financiamento do crédito de anos anteriores.

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

Este fator leva a considerar que possa existir uma associação implícita nas descobertas teóricas e empíricas da literatura existente, que sugerem a possibilidade de uma relação não linear entre o crédito comercial e o crescimento das empresas.

HIPÓTESE 3: *Ceteris paribus*, a obtenção de crédito junto dos fornecedores possui uma relação não linear com o crescimento das empresas.

Os autores Cosci, Guida e Meliciani (2019) atribuem o problema dos atrasos de pagamento à redistribuição ineficiente e, conseqüentemente, ao desequilíbrio de poder da cadeia de abastecimento. Segundo os autores são as empresas mais poderosas e com menores restrições financeiras as que impõe longos prazos de pagamento a fornecedores menores. A Comissão Europeia (2013) argumenta que um dos fatores que explica os atrasos nos pagamentos é o desequilíbrio na cadeia de fornecimento, em que empresas mais poderosas impõe longos prazos de pagamento a fornecedores mais pequenos. Este atraso excessivo dos pagamentos, é apontado pela Comissão Europeia, como um problema penalizador não só para situação financeira da empresa como para economia do país.

O autor Barrot (2015) sugere que quando as empresas mais fortes concedem crédito comercial aos seus clientes na forma de prazos de pagamento longos, isso pode expor os seus rivais, financeiramente mais fracos, a choques de liquidez. Esta situação faz com que as empresas com maiores restrições financeiras façam esforços no sentido de garantir as mesmas condições e que muitas delas acabem por não se conseguirem expandir ou sobreviver do mercado.

Também os autores Tingbani *et al.*, 2022 sugerem que as empresas suportam um custo de oportunidade com a cedência de crédito comercial. Neste sentido, as empresas deixam de investir os seus recursos em novas fontes de financiamento para aumentar as vendas a crédito aos seus clientes, aumentando o risco de incumprimentos.

Esta hipótese sugerida pelo autor leva-nos a crer que a cedência de crédito junto dos clientes possui uma relação não linear ao longo do tempo.

HIPÓTESE 4: *Ceteris paribus*, a cedência de crédito junto dos clientes possui uma relação não linear com o crescimento das empresas.

Os autores Fisman e Love (2003) sugeriam que a capacidade de utilizar o crédito bancário não era a mesma para todas as indústrias. Harrison *et al.* (2022) indica existir três fatores que condicionam a procura de crédito bancário. Em primeiro a procura de crédito bancário depende dos recursos gerados internamente, em segundo do risco de incumprimento e do risco de crédito e por fim das oportunidades de crescimento.

O principal motivo apontado pela literatura de finanças diz respeito às restrições financeiras que representam um obstáculo inevitável a uma das principais fontes de financiamento, o crédito bancário. Assim, quando as empresas que enfrentam restrições financeiras, não podem atender à procura de financiamento por meio de crédito bancário, o crédito comercial torna-se um canal de financiamento primário (Hill *et al.*, 2017; Palacin-Sanchez, Canto Cuevas and Di-Pietro, 2018); Baños-Caballero, García-Teruel e Martínez-Solano, 2023).

Os autores Fisman e Love (2003) descobriram ainda que em países com fraco desenvolvimento das instituições financeiras, as empresas que dependem amplamente de créditos comerciais, tendem a apresentar taxas de crescimento mais elevadas. Para as empresas que fornecem crédito comercial, os recebíveis segurados permitem servir de garantia aos contratos bancários.

É formulada então a hipótese que tem sido apontada como o efeito de substituição entre o crédito bancário e o crédito comercial.

HIPÓTESE 5: *Ceteris paribus*, nas empresas menos endividadas, a obtenção de crédito junto dos fornecedores possui uma importância acrescida no financiamento das oportunidades de crescimento

3.2. Identificação e recolha da Amostra em Estudo

A inferência estatística envolve o conhecimento de dados sobre uma determinada população, através da disponibilidade de uma amostra dessa população. O primeiro passo

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

na inferência estatística é identificar a população de interesse, que na presente dissertação serão as empresas industriais de Portugal e Espanha.

A evidência estatística demonstra que a economia portuguesa, bem como a economia espanhola, não figuram em lugares de destaque nos domínios de produtividade e competitividade em comparação com a economia europeia. Um dos principais motivos deve-se ao peso de que as pequenas empresas exercem sobre a economia.

As empresas no que se refere à sua dimensão podem ser consideradas Micros, Pequenas, Médias ou Grandes. De acordo com a recomendação da Comissão Europeia 2003/361/CE, a identificação das empresas depende de três distintas categorias: número de efetivos, volume de negócios ou balanço da empresa.

- Microempresa tem menos de 10 assalariados e um volume de negócios ou balanço inferior a 2 milhões de euros;
- Pequenas empresas possuem menos de 50 assalariados e um volume de negócios ou balanço inferior a 10 milhões de euros;
- Médias empresas apresentam menos de 250 assalariados, um volume de negócios inferior a 50 milhões de Euros e um balanço total anual inferior a 43 milhões de euros;
- Grandes Empresas têm mais de 250 assalariados, um volume de negócios superior a 50 milhões de Euros e um balanço total anual superior a 43 milhões de euros.

Conforme se pode verificar pelo gráfico 2 dos anexos, entre 2013 e 2018, o tecido empresarial português, assim como o espanhol tiveram um crescimento nesse período. Em Portugal o crescimento foi aproximadamente de 15%, enquanto Espanha teve um crescimento de aproximadamente 12,5%. Ainda que os principais indicadores do setor empresarial continuem a evoluir favoravelmente nos dois países, conforme se pode verificar pelo gráfico 3 e 4 dos anexos, mais de 90% do tecido empresarial são micros e pequenas empresas. Esta tendência vai de encontro com os restantes países da União Europeia.

No que se refere ao crédito comercial e ao cumprimento dos prazos de pagamento, conforme ilustra o gráfico 5 dos anexos, Portugal ocupava em 2013 a segunda posição nos países da União Europeia, onde o atraso de pagamento é maior, sendo ultrapassado

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

apenas por Itália. Já Espanha encontrava-se na terceira posição. Em ambos os países os pagamentos das transações eram realizados em média em 85 dias, quando a média da União Europeia se encontrava nos 50 dias. De 2013 para 2018, os prazos de pagamento reduziram em ambos os países, tendo decrescido no caso das empresas portuguesas de 85 para 65 dias e no caso das empresas espanholas de 85 para 52 dias. Mesmo com esta redução, os dois países continuam a aparecer em lugar de destaque no que diz respeito a atrasos de pagamentos, sendo que Portugal deixou de ocupar a segunda posição e em 2018, era mesmo o país com pior desempenho a este nível

De forma a estudar esta população foi definida aleatoriamente uma amostra com 3659 empresas industriais, sendo que 2942 empresas são portuguesas e 717 são empresas espanholas. As empresas selecionadas assentaram nos seguintes critérios:

1. Respeitavam a equação fundamental do património: $\text{Ativo} = \text{Passivo} + \text{Capital Próprio}$;
2. Tinham informação para todos os anos da amostra e para todas as variáveis consideradas relevantes nos modelos;
3. Situação líquida positiva em qualquer período da amostra;
4. Montante dos ativos superior a 2 milhões de euros e inferior a 43 milhões de euros;
5. Montante das vendas superior a 2 milhões de euros e inferior a 50 milhões de euros;
6. Tinham um crescimento anual inferior a 100% ou um decréscimo menor do que 50%.

O período a ser considerado será compreendido entre 2013 e 2018 e os dados foram retirados do Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI).

3.3. Variáveis

3.3.1. Variável Dependente: Vendas

A presente dissertação tem como objetivo estudar a influência do crédito comercial no crescimento da empresa. Assim sendo, a variável dependente de interesse é o crescimento das empresas.

De acordo com o que tem sido explorado até ao momento, o crescimento das empresas pode ser alcançado de diferentes formas, sejam elas através de fatores internos, como é o caso da melhoria das características financeiras ou operacionais, ou através dos fatores externos com a melhoria de características políticas ou económicas. Os autores Hermelo e Vassolo (2007), consideram o crescimento das empresas resultado da exploração de oportunidades, e como tal atentam que ele pode ser medido em termos de emprego, ativos ou vendas.

A variável emprego é uma medida tendenciosa nas empresas de capital intensivo, assim como as empresas de elevada presença de trabalho tendem a ter influência na variável capital (Hermelo e Vassolo, 2007). Considerou-se desta forma, que a melhor variável para o estudo do crescimento seria as vendas. O crescimento das vendas reflete a capacidade da empresa de vender os seus produtos ou serviços e, portanto, não só é um bom indicador da competitividade como permite verificar a presença que a empresa tem no mercado (Delmar, McKelvie e Wenneberg, 2013). Assim, a variável crescimento assume-se como a taxa de crescimento das vendas totais. De forma a assegurar uma maior aproximação à distribuição normal desta variável trabalhamos com a transformação logarítmica.

3.3.2. Variável Independente: Crédito Comercial

Como variável independente de relevo consideramos o crédito comercial. Ferrando e Mulier (2013), na sua análise usou uma única variável para avaliar o crédito comercial, uma vez que consideraram que a combinação de ambas as vertentes de crédito comercial (contas a pagar e a receber) seriam importantes para o desempenho de uma empresa. No entanto, por uma questão de analisar o impacto de ambas as vertentes de

crédito comercial, na presente dissertação optou-se por fazer uma variável com crédito comercial obtido e uma outra variável com crédito comercial cedido.

Desta forma, a variável *tdebtors* corresponde ao quociente entre contas a receber e vendas e a variável *tcreditors* corresponde ao quociente entre contas a pagar e vendas.

3.3.3. Variáveis de Controlo

As teorias económicas e de gestão tendem a reforçar a lucratividade (no sentido da eficiência) como uma importante medida do potencial crescimento das empresas (Delmar, McKelvie e Wenneberg, 2013). De acordo com as teorias abordadas na secção 1, as empresas mais lucrativas tendem a ter maior capacidade de reter lucros, o que pode facilitar em investimentos futuros e por conseguinte o crescimento das empresas. Ainda que esta seja a hipótese mais aceite pela literatura, o autor Lee (2014) indica que a dificuldade de os gestores atingirem as metas de crescimento das empresas e lucratividade em simultâneo são difíceis, o que leva os gestores a escolher uma das duas, indicando assim um *trade-off* entre a rentabilidade e o crescimento. Os autores Ireland, Hitt e Sirmon (2003) argumentam que empresas menores e mais jovens são relativamente mais eficazes na identificação de oportunidades, do que as empresas maiores e já estabelecidas no mercado, contudo são menos eficientes no desenvolvimento de vantagens competitivas. Deste modo, é esperado que a relação entre lucratividade e crescimento de uma empresa mude ao longo do tempo à medida que a empresa se desenvolve.

À semelhança dos autores Delmar, McKelvie e Wenneberg (2013) medimos a rentabilidade das empresas pela medida mais comumente usada: a rentabilidade operacional (ROA). O ROA corresponde ao quociente entre o resultado operacional e os ativos.

Ao longo da revisão de literatura, foi destacado o papel crucial que o acesso ao crédito bancário pode ter na captação de oportunidades de investimento nas empresas. Porém, foi também destacado, que o mesmo crédito quando mal aplicado pode ter implicações nas perspetivas de crescimento das empresas. Desta maneira, tal como os autores Ding, *et al.* (2023) e Ferrando e Mulier (2013) considerou-se essencial o estudo

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

do impacto da dívida no crescimento das empresas. A variável em causa, denominada Debtbank, corresponde ao quociente entre a dívida financeira total e o total de ativos.

O acesso ao financiamento é uma variável relevante desde logo, porque é através dele que muitas vezes as empresas, principalmente as que tem falta de recursos internos, financiam os seus investimentos. As decisões racionais de investimento permitem às empresas melhorar o seu valor, contudo nem sempre os resultados são os mais favoráveis. Uma das variáveis fortemente usadas na literatura para o estudo do impacto do investimento no crescimento das empresas é a variável despesas de capital ou como mais comumente é designado em inglês, o Capital Expenditures (CAPEX), como é o caso dos autores Garcia-Appendini e Montoriol-Garriga (2013). O CAPEX é apurado pelo quociente entre o somatório da variação dos ativos fixos do ano N em relação ao ano N-1 com as depreciações e os ativos fixos no período N-1. Estas despesas de capital são usadas para melhorar a qualidade do produto, reduzir custos ou para melhorar o desempenho da produção, promovendo um aumento da satisfação do cliente no produto e aumentando as receitas futuras (Liao, Lin e Lin, 2016). Os autores acrescentam ainda que para evitar a ineficiência do investimento de capital fixo é crucial entender o estado ex-ante da empresa antes de realizar investimentos de capital.

Conforme verificado na revisão da literatura, a LPE fez surgir a discussão pela importância da variável dimensão no crescimento das empresas. Neste contexto, é conveniente que a mesma variável seja estudada pelo modelo. Se a LPE for válida então a correlação entre as variáveis dimensão e crescimento das empresas é significativa.

A idade da empresa é apontada como, uma variável determinante no que à variabilidade de desempenho diz respeito. O facto de as empresas mais jovens conterem pouca informação, no que diz respeito ao histórico e apresentarem menos garantias, comparativamente com as empresas de grande dimensão, leva as instituições financeiras a dificultarem o acesso ao financiamento externo (Didier *et al.*, 2021). Por este motivo, os investimentos e o crescimento ficam mais dependentes da disponibilidade de fundos gerados internamente e da cedência de crédito comercial. A variável idade será calculada segundo o número de anos que uma empresa está ativa no setor empresarial.

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

Por último, por se ter verificado na literatura que o ambiente externo apresenta influência sobre o crescimento das empresas, considerou-se relevante incluir uma variável macroeconómica. Dado que a variável Produto Interno Bruto (PIB) é considerada uma variável determinante na comparação dos países, optou-se por incluí-la no modelo.

Tabela 1 – Descrição das variáveis

Variáveis		Identificação	Fórmula de Cálculo	Fonte
Dependente	Crescimento das Empresas	Growthrev	$\frac{(\text{Vendas}_t - \text{Vendas}_{t-1})}{\text{Vendas}_{t-1}}$	Lefebvre (2023); Maury (2022); Didier <i>et al.</i> (2021); D’Mello e Toscano (2020); Huang <i>et al.</i> (2019); Segarra e Teruel (2014); Delmar,Mckelvie e Wenneberg (2013); Ferrando e Mulier (2013); Rahaman (2011); Steffens, Davidsson e Fitzsimmons (2009); Hermelo e Vassolo (2007); Beck, Demirguc-Kun e Maksimovic (2005)
	Crédito Comercial Cedido	Tdebtors	$\frac{\text{Contas a receber}}{\text{Vendas}}$	Cao, Chen e Lee (2021); D’Mello e Toscano (2020); Chod, Lyandres e Yang (2019); Garcia-Appendini e Montoriol-Garriga (2013); Ferrando e Mulier (2013); Love, Preve e Sarria-Allende (2007)
Independente	Crédito Comercial Obtido	Tcreditors	$\frac{\text{Contas a pagar}}{\text{Vendas}}$	Chod, Lyandres e Yang (2019); Ferrando e Mulier (2013)
	Rentabilidade dos Ativos	ROA	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Total Ativos}}$	Ding <i>et al.</i> (2023); Lefebvre (2023); Maury (2022); Cao, Chen e Lee.(2021); Didier <i>et al.</i> (2021); D’Mello e Toscano (2020); Cortina, Ismael e Schmukler (2018); Delmar <i>et al.</i> (2013), Steffens, Davidsson e Fitzsimmons (2009)

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

	Crédito Bancário	DebtBank	$\frac{(\text{Dívida Bancária de CP} + \text{Dívida Bancária de MLP})}{\text{Total de Ativos}}$	Ding, <i>et al.</i> (2023); Cao, Chen e Lee. (2021); Cortina, Ismael e Schmukler (2018); Ferrando e Mulier (2013)
	CAPEX	CAPEXDOIS	$\frac{(\text{Ativos Fixos}_t - \text{Ativos Fixos}_{t-1} + \text{Depreciação})}{\text{Ativos Fixos}_{t-1}}$	Cao, Chen e Lee. (2021); D'Mello e Toscano (2020); Garcia-Appendini e Montoriol-Garriga (2013);
	Dimensão da empresa	Size	Logaritmo dos ativos Totais	Didier <i>et al.</i> (2021); Garcia-Appendini e Montoriol-Garriga (2013); Delmar <i>et al.</i> (2013); Cortina, Ismael e Schmukler (2018); Ferrando e Mulier (2013)
	Idade da empresa	Age	Logaritmo da idade da Empresa	Cao, Chen e Lee. (2021); Didier <i>et al.</i> (2021); Ferrando e Mulier (2013); Delmar <i>et al.</i> (2013)
	Produto Interno Bruto	GPDGrowth	Taxa de crescimento do PIB no país	Carroll e Neumann (2022); ;Beck <i>et al.</i> (2005)

3.4. Técnica estatística utilizada

De modo a examinar as hipóteses propostas, estimamos o nosso modelo com recurso a dados em painel e através do programa STATA16. Com o objetivo de minorar os problemas de endogeneidade e, em particular, entre estes o problema da causalidade reversa, as variáveis foram desfasadas em um período. Desta forma, chegamos à seguinte especificação do modelo:

$$\begin{aligned} \text{LN}(\text{GROWTHREV}_{i,t}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{TDEBTORS}_{i,t-1} + \beta_2 \text{TCREDITORS}_{i,t-1} + \\ & \beta_3 \text{ROAEBIT}_{i,t-1} + \beta_4 \text{DEBTBANK}_{i,t-1} + \beta_5 \text{CAPEXDOIS}_{i,t-1} + \beta_6 \text{LN}(\text{SIZE}_{i,t-1}) + \\ & \beta_7 \text{LN}(\text{AGE}_{i,t-1}) + \beta_8 \text{GDPGROWTH}_{i,t-1} + u_{it}, \end{aligned}$$

Representando, *i* as empresas de Portugal e Espanha e *t* os períodos de tempo entre 2013 e 2018.

4. Resultados

Neste capítulo serão apresentados e discutidos os resultados apurados no âmbito da metodologia apresentada anteriormente.

4.1. Estatística Descritiva

As medidas de estatística descritiva permitem sintetizar os dados da população ou da amostra através de um só valor. A tabela 2 reporta a estatística descritiva da amostra onde são apresentados os valores referentes à média, desvio padrão, mediana, mínimo, percentil 2.5%, percentil 25%, percentil 50%, percentil 75%, percentil 97,5% e máximo das variáveis.

A variável dependente crescimento corresponde a uma variável quantitativa contínua, que no nosso modelo assume valores que vão do mínimo -38,57% ao máximo de 56,53% apresentando uma média de crescimento de 8,39%. A média, por uniformizar os valores de um conjunto de dados, nem sempre é representativa dos mesmos. Se os valores forem muito extremos, a média é facilmente enviesada por estes, pelo que nesta situação se deve considerar a mediana.

A mediana, no caso da variável dependente apresenta um valor de 7,54%, ou seja, muito próximo à média, o que sugere que a variável média é uma medida relevante e os valores de crescimento das empresas da amostra são distribuídos de forma uniforme. Conclusão esta que também pode ser retirada pelos percentis.

No caso das variáveis independentes tdebtors e tcreditors, como seria de esperar são variáveis com valores não negativos. Pode verificar-se que na nossa amostra todas as empresas cedem crédito comercial, uma vez que tdebtors tem um mínimo diferente de zero, mas nem todas as empresas obtêm crédito comercial, uma vez que tcreditors assume valor mínimo de zero. Analisando as medidas estatística da média e percentis pode-se concluir que existe uma tendência para as empresas da amostra cederem mais crédito comercial do que aquele que obtêm, uma vez que as medidas estatísticas apresentam valores superiores na variável tdebtors em relação à variável tcreditors.

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

No que respeita às variáveis de controlo, todas as variáveis são quantitativas contínuas. No caso do ROA percebe-se que em média as empresas da amostra são lucrativas na sua atividade, contudo, existem empresas que não são lucrativas, uma vez que o valor mínimo da variável ROA é negativo. A mediana sugere que existe um enviesamento à direita desta variável em relação à média, isto é, na amostra existem empresas com lucros mais elevados que estão a influenciar a média.

A Dívida Financeira é uma variável que assume valores não negativos. Pela média desta variável é possível verificar que aproximadamente 30% do capital das empresas da amostra provém de terceiros. A variável investimento de capital tende na sua maioria assumir valores positivos, contudo em 2.5% das empresas a variável assume valores negativos, o que indica um desinvestimento das empresas nos recursos da empresa. Relativamente à dimensão das empresas, os resultados da nossa amostra assumem valores entre 12.66 e 17,08 e apresenta uma média de 14.8233. Por fim, a idade das empresas, calculada também pelo logaritmo natural, varia entre 1.5 e 4,1 (corresponde ao mínimo de 4 anos e a um máximo de 60 anos, respetivamente) e têm uma média de 2,9758 (correspondente a 19 anos).

Tabela 2 Estatística descritiva da amostra para 21954 observações

Variável	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Percentil 2.5%	Percentil 25%	Percentil 50%	Percentil 75%	Percentil 97,5	Máximo
Dependente										
LN(Growthrev)	0.0839	0.1739	0.0754	-0.3857	-0.2812	-0.0159	0.0754	0.1787	0.4941	0.5653
Independente										
Tdebtors	0.2735	0.1418	0.2547	0.0010	0.0399	0.1744	0.2547	0.3517	0.6405	0.6600
Tcreditors	0.1659	0.0995	0.1501	0.0000	0.0161	0.0938	0.1502	0.2188	0.1349	0.4600
Controlo										
ROAEBIT	0.0600	0.0620	0.0449	-0.0800	-0.0537	0.0231	0.0449	0.0858	0.2336	0.2550
DEBTBANK	0.2961	0.1651	0.2904	0.0000	0.0123	0.1673	0.2904	0.4151	0.6297	0.6950
CAPEXDOIS	0.2899	0.4685	0.1238	-0.2500	-0.0799	0.0340	0.1238	0.3343	2.0057	2.4000
LN(Size)	14.8233	1.1000	14.7809	12.6600	12.7027	14.0056	14.7809	15.6301	16.9660	17.0800
LN(AGE)	2.9758	0.6003	2.9957	1.5000	1.6094	2.5649	2.9957	3.4012	4.1000	4.1000

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

Fonte: Elaboração Própria

Nesta tabela reportam-se as estatísticas das variáveis Crescimento, Crédito Comercial Cedido, Crédito Comercial Obtido, Rentabilidade de Ativos (ROA), Dívida Financeira, Investimento de Capital, Dimensão da Empresa e Idade.

Amostra de 3659 empresas e 21954 observações, para o espectro temporal de 2013-2018.

Complementarmente à informação prestada pela tabela anterior, optou-se por analisar a evolução gráfica das variáveis, conforme se pode verificar no gráfico 1.

No que se refere à variável crescimento, constata-se que apenas em 2013, houve um crescimento médio superior das empresas portuguesas face às empresas espanholas. Desde então, as empresas espanholas cresceram em termos médios mais do que as empresas portuguesas.

No que respeita às variáveis de interesse, *tdebtors* e *tcreditors*, verifica-se que em média, em Portugal as empresas recorrem mais ao crédito comercial do que as empresas espanholas. Da mesma forma, se verifica que a variável dívida financeira apresenta maior representatividade nas empresas portuguesas do que nas empresas espanholas. Já no que diz respeito à lucratividade, as empresas espanholas são em média mais rentáveis do que as empresas portuguesas. Este resultado é um forte indicativo que as empresas espanholas tendem a financiar mais o seu crescimento através dos recursos gerados internamente do que as empresas portuguesas. Por essa razão, não recorrem tanto quanto as empresas portuguesas ao crédito comercial ou à dívida.

Por fim, a variável investimento indica que em média as empresas portuguesas investem mais do que as empresas espanholas.

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

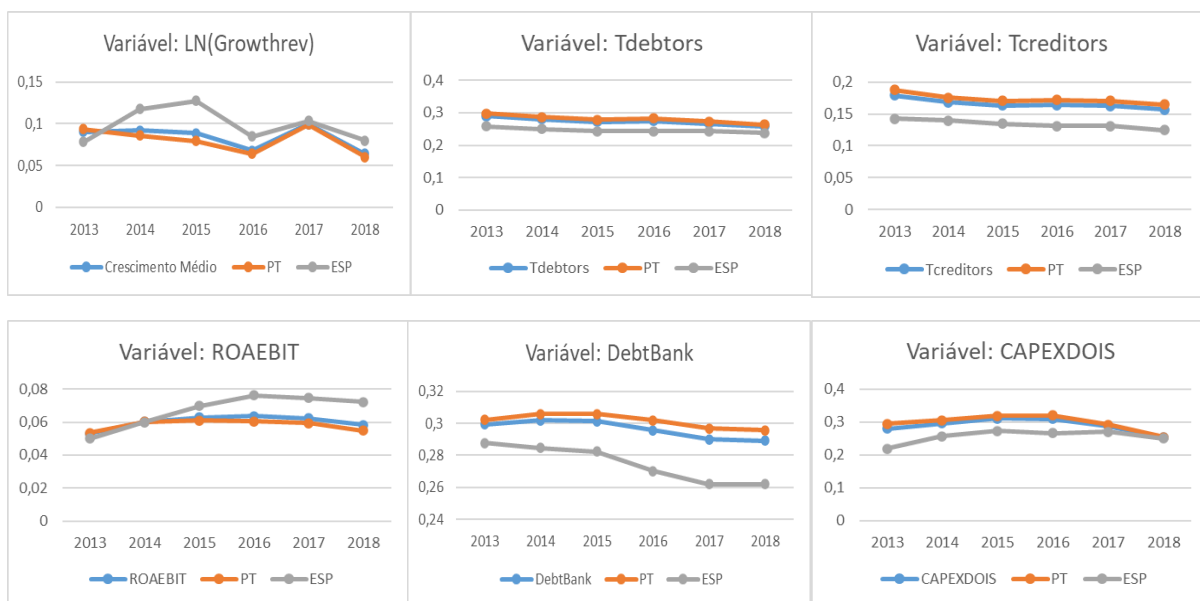


Gráfico 1 Análise gráfica das variáveis

Fonte: Gráficos de elaboração própria

Estes gráficos demonstram a variação da média das variáveis Crescimento, Crédito Comercial Cedido, Crédito Comercial Obtido, Rentabilidade de Ativos (ROA), Dívida Financeira e Investimento de Capital ao longo dos anos da amostra, ou seja 2013 a 2018, para Portugal e Espanha. Expressa também uma comparação dos países com a média de cada variável da amostra.

Amostra de 3659 empresas e 21954 observações, para o espetro temporal de 2013-2018.

4.2. Análise de Correlação de Pearson

De modo a analisar a correlação entre as variáveis utilizou-se o coeficiente de Pearson. O coeficiente varia entre -1 e 1 e mede a intensidade e a direção da relação linear entre as duas variáveis. Quanto maior é o valor do coeficiente, maior será o grau de associação linear entre as variáveis. Por sua vez, um valor de coeficiente negativo indica uma associação linear negativa entre as duas variáveis.

Através da matriz de correlação de Pearson ilustrada na tabela 3, percebe-se que a variável crescimento das empresas não possui uma correlação significativa com as variáveis crédito comercial obtido e PIB do país. No que se refere às restantes variáveis,

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

o crescimento das empresas está correlacionado significativamente com crédito comercial cedido, dívida financeira, rentabilidade dos ativos, CAPEX, dimensão das empresas e idade, ainda que essas correlações sejam consideradas fracas. Nestas variáveis, os coeficientes de correlação são inferiores, em termos absolutos a 0.1, reduzindo assim, a hipótese de multicolinearidade entre as variáveis.

Das variáveis correlacionadas percebe-se que o crédito comercial obtido, dívida financeira, dimensão da empresa e idade tem uma associação linear negativa. Este resultado demonstra que quanto mais as empresas crescem, menor será a tendência para usar crédito comercial obtido ou dívida financeira. Da mesma forma, um maior crescimento das empresas tende a ocorrer quando as empresas têm menores dimensões ou menos idade. Já a variável rentabilidade dos ativos apresenta uma correlação positiva que indicia que quando maior o crescimento da empresa, maior tende a ser a lucratividade das empresas.

Outra análise relevante é a correlação entre as variáveis *tcreditors* e *tdebtors*, onde se conclui que existe uma correlação próxima do limiar estabelecido para a existência de problemas de multicolinearidade. Tendo em conta esta informação, nos resultados serão analisadas as variáveis primeiramente em conjunto e de seguida em separado. No que respeita à relação linear, a mesma é positiva, o que indica que quanto maior o crédito comercial cedido maior tenderá a ser o crédito comercial obtido.

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

Tabela 3 Matriz de Correlação de Pearson

	<i>Growthrev</i>	<i>Tdebtors</i>	<i>Tcreditors</i>	<i>ROAEBIT</i>	<i>DebtBank</i>	<i>Capexdois</i>	<i>Size</i>	<i>Age</i>	<i>GDPgrowth</i>
<i>Growthrev</i>	1.0000								
<i>Tdebtors</i>	-0.0838	1.0000							
	0.0000***								
<i>Tcreditors</i>	-0.0185	0.3327	1.0000						
	0.2225	0.0000***							
<i>ROAEBIT</i>	0.2960	-0.1040*	-0.2401	1.0000					
	0.0000***	0.0000***	0.0000***						
<i>DebtBank</i>	-0.0244	0.0198	0.0018	-0.2531	1.0000				
	0.0106**	0.1220	1.0000	0.0000***					
<i>Capexdois</i>	0.1559	0.0033	0.00071	0.1559	0.0343	1.0000			
	0.0000***	1.0000	1.0000	0.0000***	0.0000***				
<i>Size</i>	-0.0558	0.0553	0.1434	-0.0582	0.0882	-0.0965	1.0000		
	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***			
<i>Age</i>	-0.1598	0.0429	0.0052	-0.0146	-0.0598	-0.1493	0.3032	1.0000	
	0.0000***	0.0000***	1.0000	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***		
<i>GDPgrowth</i>	-0.0010	-0.0713	-0.0741	0.0502	-0.0250	-0.0043	0.0864	0.1114	1.0000
	1.0000	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0078	1.0000	0.0000***	0.0000***	

Fonte: Dados amostrais elaboração própria

Nesta tabela reportam-se a correlação entre as variáveis para a amostra de 3659 empresas e 21954 observações, para o espetro temporal de 2013-2018. Estas variáveis incluem crescimento das empresas, Crédito Comercial Cedido, Crédito Comercial Obtido, Rentabilidade dos Ativos, Dívida Financeira, Investimento de Capital, Dimensão das empresas, Idade e PIB do País. A descrição da tabela encontra-se na Tabela 1.

“***”, “**”, “*” com nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

4.3. Modelo de Regressão

4.3.1. Seleção e validação do Modelo Econométrico

O modelo de dados em painel é um tipo de metodologia que permite fazer uma análise quantitativa usando dados temporais e seccionais no mesmo modelo, fazendo deste uma estimação mais eficiente e completa.

Existem três tipos de modelos de dados em painel: o modelo agregado “pooled”, o modelo com “efeitos fixos” e o modelo com “efeitos aleatórios”. A fim de estimar o modelo em painel mais adequado, foram realizados alguns testes. Nos modelos com dados em painel, a heterogeneidade dos indivíduos causa frequentemente enviesamento, daí ser esta a característica que diferencia os três tipos de dados em painel. No modelo agregado “pooled”, a estimação é feita assumindo homogeneidade na parte constante e no declive. No modelo com “efeitos aleatórios”, a estimação é feita introduzindo heterogeneidade das empresas no termo de erro, considerando a constante não como um parâmetro fixo, mas como um parâmetro aleatório não observável. Por fim, no modelo com “efeitos fixos”, assume-se heterogeneidade entre as empresas, captada na parte constante, e homogeneidade no declive, sendo que desta forma, a constante é diferente de empresa para empresa refletindo diferenças invariantes no tempo.

De modo a perceber qual o melhor modelo, foram realizados os seguintes testes:

a) Teste de Hausman (Efeitos Fixos versus Efeitos Aleatórios)

O teste de Hausman é utilizado para decidir se o modelo mais apropriado é o modelo de efeitos aleatórios ou o modelo de efeitos fixos. A estatística de Hausman utilizada para testar estas hipóteses é a seguinte:

$$H = (b - B)'[\text{Var}(b) - \text{Var}(B)]^{-1}(b - B) \sim \chi^2_K$$

Onde,

b é o vetor dos estimadores do modelo com efeitos fixos

B é o vetor dos estimadores do modelo com efeitos aleatórios;

$\text{Var}(b)$ é a matriz de variâncias-covariâncias dos estimadores b ;

$\text{Var}(B)$ é a matriz de variâncias-covariância dos estimadores B ;

K é o número de regressores

As hipóteses subjacentes a este teste são:

$$H_0: \text{Cov}(\eta, X_{it}) = 0 \text{ (efeitos aleatórios – GLS)}$$

$$H_1: \text{Cov}(\eta, X_{it}) \neq 0 \text{ (efeitos fixos – LSDV)}$$

Caso não se rejeite a hipótese nula, os estimadores do modelo com efeitos aleatórios são consistentes e eficazes. Em sentido contrário, caso se rejeite esta hipótese em favor da alternativa, os estimadores com efeitos fixos são consistentes.

Se $H > X_K^2$ ou o valor-p do teste de Hausman for inferior a 0.05, rejeita-se o modelo dos efeitos aleatórios. Caso contrário, aceita-se o modelo.

Neste modelo, a estatística de Hausman $H=2215.35$ e o valor-p do teste é 0.000. Dado que o valor é inferior a 0.05, rejeita-se a hipótese nula em favor da hipótese alternativa, adotando desta forma o modelo dos efeitos fixos.

b) Teste de Breush-Pagan (Efeitos Aleatórios versus Pooled)

Para comparar o modelo pooled com o modelo com efeitos aleatórios realiza-se o teste de Breush-Pagan. A estatística de Breush-Pagan utilizada para testar as hipóteses é a seguinte

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T \widehat{W}_{it})^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \widehat{W}_{it}} - 1 \right]^2 \sim X_1^2$$

Sendo que as hipóteses subjacentes são:

$$H_0: \sigma_v^2 = 0 \text{ (constante comum – OLS pooled)}$$

$$H_A: \sigma_v^2 > 0 \text{ (efeitos aleatórios – GLS)}$$

A aceitação da hipótese nula corresponde à aceitação do modelo pooled, enquanto que a rejeição desta hipótese em favor da hipótese alternativa corresponde à aceitação do modelo de efeitos aleatórios. Se $LM > X_1^2$ ou o valor-p deste teste for inferior a 0.05, rejeitamos o modelo pooled a favor do modelo de efeitos aleatórios.

Conforme o *output*, LM assume um valor de 301,44 e o valor-p 0.0000 ou seja menor que 0.05 o que significa que se rejeita o modelo *pooled* a favor do modelo de efeitos aleatórios.

c) Teste F (Efeitos Fixos versus Pooled)

Por último, para comparar o modelo *pooled* com o modelo de efeitos fixos utilizamos o teste F, dado pela estatística F:

$$F_{\text{Stat}} = \frac{\frac{R^2_{\text{efeitos fixos}} - R^2_{\text{pooled}}}{N - 1}}{\frac{1 - R^2_{\text{efeitos fixos}}}{NT - N - k}} \sim F_{(N-1, NT-N-k)}$$

Sendo k o número de regressores, N o número de empresas e T o número de observações temporais para cada uma das empresas. A hipótese nula deste teste corresponde a admitir homogeneidade na constante (hipótese *pool*) e a hipótese alternativa admite a heterogeneidade na constante (efeitos fixos).

$$H_0: a_1 = a_2 = \dots = a_N \text{ (constante comum – OLS pooled)}$$

$$H_A: a_1 \neq a_2 \neq \dots \neq a_N \text{ (efeitos fixos – LSDV)}$$

Se $F_{\text{Stat}} > F_{(N-1, NT-N-k)}$ ou se valor-p deste teste for inferior a 0.05 rejeitamos a hipótese nula em favor da hipótese alternativa.

Como resultado deste teste verificou-se que value-p assume o valor 0.000, ou seja inferior a 0.05, pelo que se rejeita a hipótese nula do modelo ser *pooled*.

Confrontando os resultados dos diferentes testes, percebe-se que o melhor modelo para a estimação é o modelo com efeitos fixos, o que indica a possibilidade de existirem diferenças estruturais entre as empresas, invariantes no curto prazo. Os efeitos fixos permitem considerar a heterogeneidade individual, ou seja, todas as dimensões que não são consideradas no modelo (seja porque são difíceis de mensurar ou porque não tivemos acesso a mais informação) e que se mantêm constantes no horizonte da amostra, como

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

são exemplos a qualidade da equipa de gestão, concentração de propriedade no principal acionista, serem ou não empresas familiares, entre outros.

O uso de dados em painel facilita o controlo da heterogeneidade invariante no tempo não observada no nível da empresa por meio de regressões de efeitos fixos na empresa e garante ainda que a heterogeneidade invariante no tempo remanescente no nível da indústria e do país seja levada em consideração (Lefevbre, 2023).

De modo a eliminar possíveis problemas de heterocedasticidade do modelo, procuramos através da opção VCE (cluster empresa) garantir a independência das observações entre os grupos (clusters).

4.3.2. Análise de multicolinearidade

A multicolinearidade existe quando duas ou mais variáveis explicativas estão correlacionadas entre si. Um dos métodos de detetar a multicolinearidade é o método de VIF (Variance Inflation Factor) definido por:

$$\frac{1}{1 - R_j^2}$$

Um valor deste indicador superior a 4 pode servir de base para provar que existe uma relação de multicolinearidade entre as variáveis. Pela análise do *output 4* concluímos que o valor VIF de cada uma das variáveis assume valores inferiores a 4, o que nos leva a concluir não existir problemas de multicolinearidade.

Tabela 4 Variance Inflation Factor

Variável	Tcreditors	Tdebtors	ROAEBIT	DEBTBANK	CAPEXDOIS	SIZE	AGE	GDPGROWTH
VIF	1.25	1.13	1.21	1.11	1.06	1.16	1.31	1.08

FONTE: Dados amostrais. Elaboração própria.

Nesta tabela são reportados os valores VIF das variáveis Crédito Comercial Cedido, Crédito Comercial Obtido, Rentabilidade dos Ativos, Dívida Financeira, Investimento de Capital, Dimensão das empresas, Idade e PIB do País.

4.4. Análise e discussão de resultados

4.4.1. Variáveis Independentes de interesse: crédito comercial obtido e cedido

Na tabela 5 apresentamos os resultados das regressões dos efeitos fixos. O crescimento das vendas é usado como variável dependente. Já nas variáveis independentes, são apresentadas como variáveis principais o crédito comercial obtido e o crédito comercial cedido e como variáveis de controlo a rentabilidade operacional, o crédito bancário, o CAPEX, a dimensão da empresa, a idade da empresa e o PIB do país.

Tabela 5 Resultados em modelos efeitos fixos

LN(GROWTHREV)	Coef	Rob. Std. Err.	T	P> t	Interv. de conf. 95%	
TDEBTORS	0.3849	0.0249	15.44	0.000	0.3360	0.4338
TCREDITORS	0.5062	0.0340	14.90	0.000	0.4396	0.5728
ROAEBIT	-0.6389	0.0347	-18.41	0.000	-0.7070	-0.5709
DEBTBANK	0.1926	0.02140	9.00	0.000	0.1507	0.2345
CAPEXDOIS	0.0206	0.0032	6.46	0.000	0.0144	0.0269
LN(SIZE)	-0.2347	0.0091	-25.66	0.000	-0.2527	-0.2168
LN(AGE)	0.6816	0.0253	2.69	0.007	0.0185	0.1179
GDPGROWTH	0.0072	0.0031	2.31	0.021	0.0011	0.0134

Fonte: Dados amostrais de elaboração própria

Na tabela 5 estão apresentados os coeficientes de regressão do modelo de efeitos fixos na primeira coluna, os erros estimados (erro padrão) na segunda coluna, a estatística de teste para a significância individual das variáveis na terceira coluna, a probabilidade de obter um valor da estatística de teste na quarta coluna e na quinta coluna o intervalo de confiança de 95%.

Os resultados na tabela são para a amostra de 3659 empresas e 21954 observações, para o espectro temporal de 2013-2018. Na tabela 1 encontra-se a descrição das variáveis.

Desta forma, como ilustrado na tabela 5 do anexo, obtêm-se a estimação do modelo utilizando o modelo com efeitos fixos:

$$\begin{aligned} \ln(\text{Growthrev}_{it}) = & 3.1098 + 0.5062Tdebtors_{it-1} + 0.3849Tcreditors_{it-1} - \\ & 0.6389ROAEBIT_{it-1} + 0.1926DEBTBANK_{it-1} + 0.2063CAPEXDOIS_{it-1} - \\ & 0.2347Size_{it-1} + 0.0682LN(Age_{it-1}) + 0.0725GDPGrowth_{it-1} \end{aligned}$$

De modo a estudar a relevância de cada variável explicativa no modelo, foi realizado o teste de significância individual. Este teste permite verificar se cada uma das variáveis explicativas tem influência no crescimento das empresas, sendo que o mesmo assenta nas seguintes hipóteses:

$$H_0: \beta_i = 0 \text{ (variável não tem significância estatística)}$$

$$H_A: \beta_i \neq 0 \text{ (variável tem significância estatística)}$$

A hipótese nula H_0 é rejeitada quanto $|t - stat| \geq t_{T-k-1}^{1-\frac{\alpha}{2}}$ ou quando p-value é inferior a 5%. Assim, de acordo com o output da tabela 5, verifica-se que todas as variáveis apresentam um p-value inferior a 0.05, o que significa que se rejeita a hipótese nula, ou seja, todas as variáveis têm significância estatística no modelo.

De acordo com os resultados da tabela 5, foi possível observar primeiramente que existe uma relação positiva entre o crescimento das vendas e o crédito comercial obtido. Por outras palavras, o efeito positivo sugere que por cada ponto percentual adicionado da variável crédito comercial obtido, ou seja, por cada ponto percentual adicionado da variável crédito comercial obtido, *ceteris paribus*, resulta em termos médios num aumento de 0.5061 pontos percentuais do crescimento das empresas.

Este resultado vai de encontro com a literatura, um vez que sugere que um aumento do crédito comercial obtido, origina disponibilidade de financiamento que poderão ser aplicadas em oportunidade de investimento. Também neste sentido, quanto maior é a aquisição de mercadoria a um fornecedor maior será a relação comercial entre cliente e fornecedor e desta forma, maior será a capacidade de negociação (D.Seifert, W.Seifert e Protopappa-Sieke, 2013).

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

Em segundo lugar, é possível observar que também existe uma relação positiva entre o crescimento das vendas e o crédito comercial cedido, ou seja, por cada ponto percentual adicionado da variável crédito comercial cedido, *ceteris paribus*, resulta em termos médios num aumento de 0.3849 pontos percentuais do crescimento das empresas.

Tendo em conta os argumento apresentado por Lefebvre (2023) e D.Seifert, W.Seifert e Protopappa-Sieke (2013) este seria um resultado já esperado. Os clientes tendem a ver o crédito comercial como forma de aumentar os seus stocks sem que para isso haja necessidade de efetuar o imediato no pagamento. Para além disso, os autores verificam, que a cedência de crédito comercial é uma forma de garantia do produto, dada aos clientes e que lhes garante a possibilidade de testarem o produto sem realizar o pagamento.

Uma vez que, a obtenção do crédito comercial proporciona maior crescimento às empresas que a cedência de crédito comercial, seria de esperar que as empresas da amostra procurassem obter mais crédito comercial do que aquele que cedem. Contudo, conforme já verificado no subcapítulo 4.1, a tendência das empresas da amostra é contrariamente cederem mais crédito comercial do que aquele que obtêm. Este resultado permite confirmar a perspetiva dos autores Cosci, Guida e Meliciani (2019) quando sugerem que existe redistribuição ineficiente. Segundo os autores, o processo redistributivo exige que empresas com maior liquidez e maior acesso ao financiamento bancário, ajudem as empresas mais restritas a financiar os seus projetos de investimentos. Sendo as PME as empresas que apresentam maiores restrições financeiras, verifica-se que são elas também que estão a financiar os projetos de investimentos de outras entidades.

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

Tabela 6 Resultados em modelos efeitos fixos isolando a variável tcreditors

LN(GROWTHREV)	Coef	Rob. Std. Err.	T	P> t	Interv. de conf. 95%	
TCREDITORS	0.6366	0.0336	18.95	0.000	0.5708	0.7025
ROAEBIT	-0.6501	0.0352	-18.44	0.000	-0.7192	-0.5810
DEBTBANK	0.2161	0.0218	9.93	0.000	0.1734	0.2587
CAPEXDOIS	0.0165	0.0032	5.12	0.000	0.0102	0.0228
LN(SIZE)	-0.2205	0.0091	-24.34	0.000	-0.2382	-0.2027
LN(AGE)	0.0644	0.0253	2.54	0.011	0.0147	0.1140
GDPGROWTH	0.0065	0.0032	2.06	0.039	0.0003	0.0127

Fonte: Dados amostrais de elaboração própria

Tabela 7 Resultados em modelos efeitos fixos isolando a variável tdebtors

LN(GROWTHREV)	Coef	Rob. Std. Err.	T	P> t	Interv. de conf. 95%	
TDEBTORS	0.4727	0.0245	19.31	0.000	0.4247	0.5207
ROAEBIT	-0.7810	0.0342	-22.84	0.000	-0.8481	-0.7140
DEBTBANK	0.0978	0.0198	4.95	0.000	0.0591	0.1366
CAPEXDOIS	0.0235	0.0032	7.35	0.000	0.0172	0.0298
LN(SIZE)	-0.2026	0.0088	-23.01	0.000	-0.2199	-0.1854
LN(AGE)	0.0370	0.0253	1.47	0.143	0.0125	0.0866
GDPGROWTH	0.0075	0.0032	2.34	0.019	0.0012	0.0138

Fonte: Dados amostrais de elaboração própria

Na tabela 6 e 7 estão apresentados os coeficientes de regressão do modelo de efeitos fixos na primeira coluna, os erros estimados (erro padrão) na segunda coluna, a estatística de teste para a significância individual das variáveis na terceira coluna, a probabilidade de obter um valor da estatística de teste na quarta coluna e na quinta coluna o intervalo de confiança de 95%.

Os resultados na tabela são para a amostra de 3659 empresas e 21954 observações, para o espectro temporal de 2013-2018. Na tabela 1 encontra-se a descrição das variáveis.

De forma a consolidar os resultados acima mencionados e tendo em conta que as variáveis se encontram fortemente relacionadas conforme se verifica na tabela 3, optou-se por realizar a mesma análise isolando as variáveis tcreditors e tdebtors. De acordo com o *output* das tabelas 6 e 7, os resultados foram coincidentes com os já obtidos,

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

apresentando uma relação positiva de forma individualizada entre as variáveis crédito comercial cedido e crédito comercial obtido com a variável crescimento das vendas. Estes resultados permitem validar as hipóteses 1 e 2.

Embora esta seja a principal conclusão que se procurava na presente dissertação, optou-se também por seguir a metodologia de dois autores de referência D'Mello e Toscano (2020) e Love, Preve e Sarria-Allende (2007), que apresentaram resultados distintos na variável índice de crédito comercial (representada pela sigla NTC). Esta variável resulta da diferença entre o quociente das dívidas a receber com as vendas e do quociente entre as dívidas a pagar e as vendas.

De acordo com o verificado na tabela 8, os resultados convergem com os dos autores D'Mello e Toscano, na medida em que sugere um efeito positivo entre o índice de crédito comercial e o crescimento das vendas, isto é, por cada ponto percentual adicionado da variável índice de crédito comercial, *ceteris paribus*, motiva um aumento de 0.1266 pontos percentuais do crescimento das empresas.

Tabela 8 Resultados com modelos de efeitos fixos. Adaptação do modelo para a variável NTC

LN(GROWTHREV)	Coef	Rob. Std. Err.	T	P> t	Interv. de conf. 95%	
NTC	0.1266	0.0219	5.77	0.000	0.0836	0.1696
ROAEBIT	-0.8657	0.0351	-24.69	0.000	-0.9345	-0.7969
DEBTBANK	0.7254	0.0203	3,56	0.000	0.0326	0.1124
CAPEXDOIS	0.0209	0.0032	6.45	0.000	0.0145	0.0272
LN(SIZE)	-0.1717	0.0086	-19.89	0.000	-0.1886	-0.1547
LN(AGE)	0.0171	0.0253	0.68	0.498	-0.0324	-0.0666
GDPGROWTH	0.0069	0.0033	2.13	0.033	0.0006	0.0133

Fonte: Dados amostrais de elaboração própria

Na tabela 8 estão apresentados os coeficientes de regressão do modelo de efeitos fixos na primeira coluna, os erros estimados (erro padrão) na segunda coluna, a estatística de teste para a significância individual das variáveis na terceira coluna, a probabilidade de obter um valor da estatística de teste na quarta coluna e na quinta coluna o intervalo de confiança de 95%.

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

Os resultados na tabela são para a amostra de 3659 empresas e 21954 observações, para o espectro temporal de 2013-2018. Na tabela 1 encontra-se a descrição das variáveis, com exceção da variável índice de crédito

comercial que corresponde a: $NTC = \frac{(Dívidas\ a\ receber - Dívidas\ a\ pagar)}{Vendas}$

De modo a verificar a validação da hipótese 3 foram desenvolvidas duas novas variáveis a partir da variável inicial *tcreditors*. A primeira variável *tcreditsavg*, que corresponde à subtração entre os valores da variável *tcreditors* e o valor da média desta variável. A segunda variável, *tcreditorsavg_2*, corresponde ao quadrado da variável *tcreditsavg*. A criação das duas variáveis teve como intuito analisar se existe uma relação linear entre a variável *tcreditors* e o crescimento das empresas. A transformação associada à variável *tcreditsavg* teve como objetivo reduzir os problemas de colinearidade.

Pelos resultados da tabela 9, verificou-se primeiramente que ambas as variáveis apresentam significância estatística e, como tal, os resultados que podem ser retirados na análise são robustos e válidos. Deste modo, conforme se verifica, o coeficiente da variável *tcreditsavg_2* assume um valor negativo, o que indica que quando se aumenta o crédito obtido de fornecedores existe um ponto máximo até onde a empresa cria valor. Atingindo esse ponto máximo, o crédito comercial obtido começa a penalizar o crescimento das empresas. Assim sendo, este resultado valida a hipótese 3, da não linearidade entre a variável crédito comercial obtido e crescimento das empresas.

Estes resultados vão de encontro com os autores Tingbani *et al.* (2022), que sugerem que o uso do crédito comercial pode aumentar o crescimento das empresas até ao momento em que as empresas incorrem em custos financeiros e de oportunidades. Quando isso ocorre os custos incorridos tendem a exceder o benefício e, portanto, reduz o crescimento das empresas. Como resultado, a relação inicial positiva do crédito comercial torna-se negativa em níveis mais elevados de crédito comercial. Esta é uma conclusão já admitida por Ferrando e Mulier (2013) quando verificam que o crescimento inicial das empresas tende a ser superior ao crescimento atual, devido aos custos de financiamento do crédito.

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

Este resultado reforça a preocupação da Comissão Europeia quanto à necessidade de combater os atrasos de pagamentos das transações comerciais. Segundo a diretiva 2011/7/UE a preocupação não é o atraso de pagamento das transações comerciais previamente acordado, mas é sim o atraso excessivo que se têm verificado e que afeta a liquidez e a gestão financeira das empresas. Segundo o relatório European Payment Report 2018, 33% das empresas portuguesas referem sofrer um impacto negativo com os atrasos de pagamento, perdendo apenas para a economia grega.

Para a variável `tdebtors` foi realizado o mesmo procedimento, tendo sido criado as variáveis `tdebtorsavg` e `tdebtorsavg_2`. A variável `tdebtorsavg` corresponde à subtração entre os valores `tdebtors` e o valor da média. Já a variável `tdebtorsavg_2` corresponde ao quadrado da variável `tdebtorsavg`.

Analisando o output da tabela 10, constata-se que a variável `tdebtorsavg_2` não possui significância estatística, ou seja, não existe evidência de que haja um ponto de inflexão. Conclui-se, desta forma, que o efeito de crédito cedido a clientes possui sempre um efeito positivo na determinação do crescimento das vendas.

O autor Barrot (2015) que sugeria que as empresas sem restrições financeiras exerciam pressão junto das empresas com restrições financeiras, com aplicação de atrasos de pagamentos longos, concluiu também não existir nenhuma evidência que as empresas com restrições financeiras saiam penalizadas do aumento do crédito comercial cedido.

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

Tabela 9 Resultados com modelos de efeitos fixos. Verificação da condição de linearidade da variável tcreditors

LN(GROWTHREV)	Coef	Rob. Std. Err.	T	P> t	Interv. de conf. 95%	
TCREDITORS AVG	0.6762	0.0388	17.43	0.000	0.6001	0.7523
TCREDITORS AVG_2	-0.3062	0.1796	-1.71	0.000	-0.6583	0.0458
ROAEBIT	-0.6466	0.0351	-18.40	0.000	-0.7155	-0.5777
DEBTBANK	0.2173	0.0217	9.99	0.000	0.1747	0.2599
CAPEXDOIS	0.0165	0.0032	5.13	0.000	0.0102	0.0228
LN(SIZE)	-0.2211	0.0091	-24.40	0.000	-0.2388	-0.2033
LN(AGE)	0.0632	0.0253	2.50	0.013	0.0136	0.1128
GDPGROWTH	0.0066	0.0032	2.09	0.037	0.0004	0.0128

Fonte: Dados amostrais de elaboração própria

Na tabela 9 foram apresentados resultados do modelo de efeitos fixos com as a novas variáveis tcitoravg e tcitoravg_2. As variáveis são resultado das seguintes equações: $tcitoravg = tcitor - \overline{tcitor}$ e $tcitoravg_2 = (tcitor - \overline{tcitor})^2$.

Tabela 10 Resultados com modelos de efeitos fixos. Verificação da condição de linearidade da variável tdebtors

LN(GROWTHREV)	Coef	Rob. Std. Err.	T	P> t	Interv. de conf. 95%	
TDEBTORS AVG	0.4758	0.0278	17.14	0.000	0.4214	0.5302
TDEBTORS AVG_2	-0.0227	0.0985	-0.23	0.818	-0.2157	0.1704
ROAEBIT	-0.7810	0.0342	-22.83	0.00	-0.8481	-0.7140
DEBTBANK	0.0978	0.0198	4.95	0.000	0.0591	0.1366
CAPEXDOIS	0.0235	0.0032	7.35	0.000	0.0172	0.0298
LN(SIZE)	-0.2027	0.0088	-22.97	0.000	-0.2201	-0.1854
LN(AGE)	0.0371	0.0253	1.47	0.143	-0.0125	0.0866
GDPGROWTH	0.0075	0.0032	2.34	0.019	0.0012	0.01378

Fonte: Dados amostrais de elaboração própria

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

Na tabela 10 foram apresentados resultados do modelo de efeitos fixos com as novas variáveis $tdebtorsavg$ e $tdebtorsavg_2$. As variáveis são resultado das seguintes equações: $tdebtorsavg = tdebtors - \overline{Tdebtors}$ e $tdebtorsavg_2 = (tdebtors - \overline{Tdebtors})^2$.

Os resultados na tabela são para a amostra de 3659 empresas e 21954 observações, para o espectro temporal de 2013-2018. Na tabela 1 encontra-se a descrição das restantes variáveis.

Uma das discussões mais centrais no estudo das fontes de financiamento e onde parece não haver concordância, diz respeito à substituíbilidade ou complementaridade entre as fontes de financiamento crédito bancário e o crédito comercial. Tendo por base essa questão e uma vez que a teoria de substituíbilidade é a que reúne maior consenso, foi formulada a hipótese 5.

De modo a discutir esta hipótese foram criadas duas variáveis. A variável $dlowdebt$ corresponde a uma variável dummy da variável contínua $debtbank$ que assume o valor 1 se a empresa está no primeiro quartil de dívida, ou seja, se pertence às empresas com menos dívida bancária. A variável $dlowdebtcreditors$ é resultado do produto entre $tcreditors$ e $dlowdebt$.

De acordo com os resultados da tabela 11, na globalidade das empresas da amostra a variável crédito comercial obtido possui um coeficiente positivo de 0.6528. Já no subgrupo das empresas com menos crédito bancário o coeficiente da variável crédito comercial obtido reduz para 0.4442 (0.6528-0.2086). Este output permite verificar que no grupo das empresas menos endividadas o crédito comercial é menos relevante como fonte de financiamento das oportunidades de crescimento.

Os resultados da análise empírica, desafiam a visão tradicional de que a obtenção de crédito junto dos fornecedores revela uma importância acrescida no financiamento das oportunidades de crescimento, rejeitando assim a hipótese 5. Estes resultados já haviam sido obtidos pelos autores Cosci, Guida e Meliciani (2019) que argumentam que ao contrário do que seria de esperar não existe um efeito de substituição entre dívida comercial e dívida bancária nas empresas devedoras líquidas, ou seja, nas empresas que apresentam mais contas a pagar do que a receber. Estes autores concluíram que para estas

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

empresas uma redução na dívida bancária de curto prazo causa uma redução nas contas a receber e não um aumento das contas a pagar.

Os autores Guariglia, Liu e Seng (2010) apontam que as empresas quando têm dificuldade ou é dispendioso para elas obter financiamento externo, só investirão se tiverem fundos internos suficientes, o que obriga muitas empresas a reduzirem o seu investimento e, conseqüentemente, a inibirem o seu potencial de crescimento.

Tabela 11 Resultados com modelos de efeitos fixos. Verificação da condição de substituíbilidade ou complementaridade entre o crédito comercial e crédito bancário.

LN(GROWTHREV)	Coef	Rob. Std. Err.	T	P> t	Interv. de conf. 95%	
TCREDITORS	0.6528	0.0334	19.55	0.000	0.5874	0.7183
DLOWDEBT	-0.0062	0.0073	-0.85	0.394	-0.0205	0.0081
DLOWDEBTCREDITORS	-0.2086	0.0368	-5.67	0.000	-0.2808	-0.1365
ROAEBIT	-0.6605	0.0352	-18.78	0.000	0.7295	0.5916
DEBTBANK	0.2483	0.0222	11.20	0.000	0.2048	0.2918
CAPEXDOIS	0.0175	0.0032	5.46	0.000	0.0112	0.0238
LN(SIZE)	-0.2181	0.0090	-24.19	0.000	-0.2357	-0.2004
LN(AGE)	0.0636	0.0252	2.52	0.012	0.0141	0.1130
GDPGROWTH	0.0067	0.0032	2.12	0.037	0.0005	0.0129

Fonte: Dados amostrais de elaboração própria

Na tabela 11 foram apresentados resultados do modelo de efeitos fixos com as novas variáveis dlowdebt e dlowdebtcreditors. A variável dlowdebt corresponde a uma variável dummy que assume o valor 1 se a empresa está no primeiro quartil de dívida e a variável dlowdebtcreditors é dada pela seguinte equação: $dlowdebtcreditors = dlowdebt \times tcreditors$

Os resultados na tabela são para a amostra de 3659 empresas e 21954 observações, para o espectro temporal de 2013-2018. Na tabela 1 encontra-se a descrição das restantes variáveis.

4.4.2. Variáveis de Controlo

4.4.2.1. Rentabilidade dos Ativos (ROA)

No que diz respeito à lucratividade das empresas, conforme é possível verificar na tabela 5, os resultados contrariam as teorias mencionadas na secção 1. Os resultados do presente estudo indicam existir uma relação negativa entre o crescimento das empresas e a lucratividade das empresas. Ainda que este resultado contrarie o resultado apurado por autores como Delmar, McKelvie e Wenneberg (2013), o mesmo também já fora verificado por autores como Lefebvre (2023) e Lee (2014), sendo que este último autor vai mais longe na sua análise e verifica que quando a variável crescimento em vendas é usado como variável para medir o crescimento das empresas, a influência negativa tende a ser maior. O autor Lee (2014) indica que os gestores orientados para o lucro geralmente optam por não se focarem nas oportunidades de crescimento, de forma a manter altos níveis de lucro.

Os autores Steffens, Davidsson e Fitzsimmons (2009) explicam que a influência negativa da variável lucratividade sobre o crescimento pode ser motivada pela intensidade de investimento em inovação. Quando empresas inovam e como resultado, enfrentam drásticos aumentos de procura, as mesmas não conseguem traduzir isso em alta lucratividade. Os autores indicam que alguns casos, o rápido crescimento deve ser visto não como um sinal de sucesso, mas como uma indicação de que, embora a empresa esteja evidentemente a criar valor para os seus clientes, não está a conseguir retirar partido desse valor para garantir a sua sobrevivência. Lee (2014) afirma ainda que a lucratividade melhora à medida que a taxa de crescimento aumenta, mas eventualmente diminui quando o crescimento atinge metas muito altas.

4.4.2.2. Crédito Bancário (DEBTBANK)

Os resultados da variável crédito bancário indicam existir um efeito positivo no crescimento das empresas, ou seja, por cada ponto percentual adicionado da variável crédito bancário, *ceteris paribus*, resulta em termos médios num aumento de 0.1926 pontos percentuais do crescimento das empresas. Este resultado vai de encontro com o

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

autor Rahaman (2011) que evidência que o acesso ao financiamento contribui para para o crescimento das empresas.

4.4.2.3. Investimento de Capital (CAPEX)

A teoria desenvolvida por Kalecki em 1945, referenciava o investimento como a principal variável que influencia o crescimento das empresas. Porém o autor Lim (2019) indicava que quando os recursos são alocados em investimentos de elevados riscos podem resultar numa dívida excessiva que pode penalizar as perspetivas de crescimento.

Na análise ao modelo foi demonstrado que existe uma relação positiva entre as variáveis CAPEX e o crescimento das empresas, ou seja, por cada ponto percentual adicionado de investimento de capital, *ceteris paribus*, existe em termos médios um aumento de 0.0021 pontos percentuais no crescimento das empresas. Desta forma, conclui-se que em média os investimentos realizados pelos empresas portuguesas e espanholas resultam num crescimento das empresas.

4.4.2.4. Dimensão da empresa e Idade

Partindo dos resultados da tabela 5, verifica-se que a variável dimensão da empresa é significativa e apresenta uma relação negativa com o crescimento das empresas. Desta forma, empresas de maior dimensão terão menor propensão ao crescimento que as empresas de pequenas dimensões, ou seja, por cada ponto percentual adicionado no tamanho da empresa *ceteris paribus*, existe em termos média uma diminuição de 0.2347 pontos percentuais no crescimento das empresas.

Esta análise é consistente com resultados obtidos pelos autores Ferrando e Mulier (2013) e Delmar, McKelvie e Wenneberg (2013) e permite rejeitar a hipótese de LPE de que o tamanho inicial não deve afetar o crescimento. Os resultados indicam que empresas maiores crescem significativamente mais devagar e empresas que cresceram muito no período anterior têm maior probabilidade de crescer mais devagar neste período.

A variável idade desempenha de forma surpreendente um efeito positivo no modelo o que sugere que as empresas mais jovens tendem a crescer menos que as

empresas mais maduras. Este facto vai de acordo com os resultados obtidos por Delmar *et al.* (2013). Por cada ano, *ceteris paribus*, existe um aumento de 0.6815 pontos percentuais no crescimento das empresas.

4.4.2.5. Produto Interno Bruto (PIB)

O modelo I/O abordado na literatura foi um dos modelos aceites que indicavam que o crescimento das empresas depende essencialmente de fatores externos. Contudo, várias abordagens se seguiram que consideraram que o ambiente externo caracterizado por forças políticas e económicas tendiam a exercer influências nas empresas.

Neste sentido foi considerado no modelo a variável macroeconómica PIB. Pelos resultados da tabela 5 verificou-se que existe uma relação positiva entre a variável PIB e o crescimento das empresas, ou seja, por cada ponto percentual da variável PIB, *ceteris paribus*, resulta em termos médios num aumento de 0.0065 pontos percentuais do crescimento das empresas. Este resultado vai de encontro com os autores Beck, Demirguc-Kun e Maksimovic (2005) que concluem que as empresas crescem mais rapidamente em economias com maiores oportunidades de crescimento. Segundo os autores essas oportunidades surgem como resultado do impacto de três obstáculos – financeiro, jurídico e a corrupção.

Tabela 12 Resumo da validação das hipóteses

Hipótese	Descrição da hipótese	Validação
H1	<i>Ceteris paribus</i> , a obtenção de crédito junto dos fornecedores possui uma correlação positiva com o crescimento das empresas.	Validada
H2	<i>Ceteris paribus</i> , a cedência de crédito junto dos clientes possui uma correlação positiva com o crescimento das empresas	Validada
H3	<i>Ceteris paribus</i> , a obtenção de crédito junto dos fornecedores possui uma relação não linear com o crescimento das empresas.	Validada
H4	<i>Ceteris paribus</i> , a cedência de crédito junto dos clientes possui uma relação não linear com o crescimento das empresas.	Não Validada
H5	<i>Ceteris paribus</i> , nas empresas menos endividadas, a obtenção de crédito junto dos fornecedores possui uma importância acrescida no financiamento das oportunidades de crescimento	Não Validada

Fonte: Dados amostrais de elaboração própria

CONCLUSÃO

O crescimento das empresas é o motor da economia de um país. De acordo com Adam Smith, “o que vai gerar a riqueza das nações é a capacidade de cada indivíduo procurar o seu desenvolvimento e crescimento económico pessoal”. É por esta razão que é relevante procurar conhecer as mais diversas formas de as empresas atingirem esse crescimento.

A presente dissertação procurou estudar a relação entre o crédito comercial e o crescimento das PME's portuguesas e espanholas. Desta forma foi recolhida uma amostra, através da SABI de 3659 empresas (2942 empresas são portuguesas e 717 são empresas espanholas) e 21954 observações para um espetro temporal compreendido entre 2013 e 2018.

De modo a verificar as hipóteses propostas e a analisar a amostra em estudo, foram recolhidos dados e realizados testes que permitissem escolher o melhor modelo. Verificou-se que o melhor modelo para avaliar todas as hipóteses é o de efeitos fixos.

Os resultados do modelo forneceram evidências de que as variáveis crédito comercial obtido e o crédito comercial cedido afetam positivamente o crescimento das PME's. Estes resultados estão alinhados com autores de referência Ferrando e Mullier (2013) que indicam que um maior acesso ao crédito comercial potencia um maior crescimento das empresas.

Ainda que os resultados evidenciem uma relação positiva entre o crédito comercial e o crescimento das PME's, a diretiva europeia 2011/7/EU desencoraja os atrasos de pagamentos e prazos de pagamento contratuais que sejam excessivamente longos, por se verificar que afetam a liquidez e dificultam a gestão financeira das empresas. Neste sentido, procurou-se perceber se um aumento excessivo do crédito comercial afeta o crescimento das empresas.

Desta forma, concluiu-se que embora o crédito comercial obtido apresente um impacto positivo no crescimento das PME's, quando o mesmo aumenta de forma excessiva, ele apresenta um efeito inverso e penaliza o crescimento das PME's. Neste sentido, é válida a preocupação da Comissão Europeia em combater os atrasos de

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

pagamento. No que respeita ao crédito comercial cedido não existe evidência de que haja uma alteração da relação entre a variável independente e o crescimento das empresas, pelo que se conclui um efeito positivo na determinação do crescimento das vendas.

Uma das questões centrais no que se refere ao crédito comercial e que se procurou estudar na presente dissertação diz respeito ao efeito entre o crédito comercial e o crédito bancário. Assim como Cosci, Guida e Meliciani (2019) verificou-se que ao contrário do que seria de esperar na amostra em estudo, nas empresas menos endividadas o crédito comercial é menos relevante como fonte de financiamento das oportunidades de crescimento.

Por fim, outro dos resultados revelante na dissertação trata-se da ineficiência da redistribuição do crédito comercial, sugerida pelos autores Cosci, Guida e Meliciani (2019). De acordo com os resultados, as PME's que segundo a literatura apresentam tendencialmente mais restrições financeiras no acesso ao crédito bancário, cedem em média mais crédito do que aquele que obtêm.

Ainda que o tema do crédito comercial, tenha ao longo dos anos ganho destaque na literatura, são ainda poucos os trabalhos realizados que relacionam o crescimento das empresas com o crédito comercial. Em trabalhos futuros considera-se relevante incluir uma variável que leve em consideração as características da indústria, de modo a perceber se o impacto do crédito comercial é o mesmo, qualquer que seja a indústria. Dado que os períodos de crise são normalmente marcados por uma contração da cedência do crédito bancário, seria interessante perceber qual o impacto que o crédito comercial desempenha nesse contexto.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Associati, V. V. (2015), “Ex-post Evaluation of Late Payment Directive”. European Comission, pp. 1-126
- Baños-Caballero, S.; García-Teruel, P. e Martínez-Solano, P. (2023), “Trade credit, creditor protection and banking crisis”. *Global Finance Journal*, Vol. 57, pp. 1-13
- Barney, J. (1986), “Strategic factor markets: Expectations, luck and business strategy” *Management Science*, 32
- Barney, J. B. (1991), “Firm resources and sustained competitive advantage”. *Journal of Management*, 17
- Barrot, J. N. (2015), “Trade Credit and Industry Dynamics: Evidence from Trucking Firms”. *The Journal of Finance*, Vol. 71, Issue 5, pp. 1975-2016
- Beck, T.; Demirguc-Kunt, A. e Maksimovic, V. (2005), “Financial and Legal Constraints to Growth Does Firm Size Matter?”. *The Journal of Finance*, Vol. 6, Issue 1, pp. 137-177
- Bedendo, M.; Garcia-Appendini, E. e Siming, L. (2020), “Cultural Preferences and Firm Financing Choices”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 55, NO.3, pp. 1-61
- Cao, Z.; Chen, S. e Lee, E. (2022), “Does Business Strategy Influence interfirm financing? Evidence from trade credit”. *Journal of Business Research*, pp. 495-511
- Chod, J.; Lyandres, E. e Yang, S. (2019), “Trade credit and supplier competition”. *Journal of Financial Economics*, Vol 131, pp. 484-505
- Comissão Europeia (2003), “Recomendação da Comissão relativa à definição de micro pequenas e médias empresas (2003/361/CE)”. *Jornal Oficial da União Europeia*, pp. 36-41
- Cortina, J.; Ismail, S. e Schmukler, S. (2018), “Firm Financing and growth in the Arab region” *Economic Systems*, Vol. 42, pp. 361-383

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

- Cosci, S.; Guida, R. and Meliciani, V. (2019), “Does trade credit really help relieving financial constraints?”. *European Financial Management*, Vol 26, pp.198-215
- Delmar, F.; McKelvie, A. e Wennberg, K. (2013), “Untangling the relationships among growth, profitability and survival in new firms”. *Technovation*, Vol. 33, pp. 276-291
- Demirgüç-Kunt, A. e Maksimovic V. (1998), “Law, Finance, and Firm Growth”, *The Journal of Finance*, Vol LIII, Nº 6, pp 2107-2137
- Didier, T.; Levine, R.; Montanes, R. e Schmukler, S. (2021), “Capital market financing and firm growth”. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 118, pp. 1-31
- Ding, F.; Liu, Q.; Shi, H.; Wang, W. e Wu, S. (2023), “Firms’ access to informal financing: the role of shared managers in trade credit access”. *Journal of Corporate Finance*, Vol 79, pp 1-19
- D’Mello, R. e Toscano, F. (2020), “Economic policy uncertainty and short-term financing: The case of trade credit”. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 64, pp. 1-23
- European Commission (2013), “Evaluation of the Late Payment Directive/ REFIT Evaluation - Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the implementation of Directive 2011/7/EU on combating late payment in commercial transactions”. *Commission Staff Working document* (Brussels, 26/08), pp. 1-44
- Ferrando, A. and Mulier, K. (2013), “Do firms use the trade credit channel to manage growth”. *Journal of Banking & Finance*, Vol 37, Issue 8, pp. 3035-3046
- Fisman, R. e Love, I. (2003), “Trade Credit, Financial Intermediary Development and Industry Growth”. *The Journal of Finance*, Vol. LVIII, NO1
- Garcia-Appendini, E. e Montoriol-Garriga (2013), “Firms as liquidity providers: Evidence from the 2007-2008 financial crisis”. *Journal of Financial Economics* Vol. 109, pp.272-291

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

- Ghoul, S. e Zheng, X. (2016), “Trade credit provision and national culture”. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 41, pp. 475-501
- Guariglia, A., Liu, X. e Song, L. (2010), “Internal Finance and Growth: Microeconomic Evidence on Chinese Firms”. *Journal of Development Economics*, Vol. 96, Issue 1, pp. 79-94
- Harrison, R.; Li, Y.; Vigne S. e Wu Y. (2022), “Why do small business have difficulty in accessing bank financing?” *International Review of Financial Analysis* 84, pp. 1-14
- Hermelo, F e Vassolo, R. (2007), “The determinants of firm’s growth: na empirical examination”. *Revista Abante*, Vol. 10, pp. 3 -20
- Hill, M.; Kelly, G.; Preve, L. and Sarria-Allende, V. (2017), “Trade Credit or Financial Credit? An International Study of the Choice and Its Influences”. *Emerging Markets Finance & Trade*, 53, pp. 2318-2332
- Hofstede, G. (2001), *Culture’s Consequences - Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations Across Nations* (2* ed). London: Sage Publications, Inc
- Huang, L.; Ying, Q.; Yang, S. e Hassan, H. (2019), “Trade Credit Financing and Sustainable Growth of Firms: Empirical Evidence From China”. *Sustainability*, 11(4), pp. 1-20
- Intrum (2013), European Payment Report 2013
- Intrum (2018), European Payment Report 2018
- Ireland, R. D., Hoskisson, R. E. e Hitt, M. A. (2009), *The management of strategy: concepts and cases* (8.º ed.), Australia: South-Western
- Ireland, R. D., Hitt, M. A. e Sirmon, D. G. (2003), “A model of strategic Entrepreneurship: The Construct and its Dimensions”. *Jornal of Management*, Vol. 29, pp. 963-989
- Koetter, M. e Wedow, M. (2010), “Finance and growth in a bank-based economy: Is it quantity or quality that matters?”. *Journal of International Money and Finance* 29

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

- Lee, S. (2014), “The relationship between growth and profit: Evidence from firm-level panel data”. *Structural Change and Economic Dynamics*, Vol. 28, pp. 1-11
- Lefebvre, V. (2023), “Trade Credit, Payment duration, and SMEs’ growth in the European Union”. *International Entrepreneurship and Management Journal*
- Lim, J. (2019), “Growth in the shadow of debt”. *Journal of Banking and Finance*, Vol.103, pp. 93-112
- Liao, L.; Lin, Y e Lin, T. (2016), “Non-financial performance in product market and capital expenditure”. *Journal of Business Research*, Vol. 69, Issue 6, pp. 2151-2159
- Love, I.; Preve, L. e Sarria-Allende, V. (2007), “Trade credit and bank credit: Evidence from recente financial crises”. *Journal of Financial Economics*, Vol.83, pp.453-469
- Maury, B. (2022), “Strategic CSR and firm performance: The role of prospector and growth strategies”. *Journal of Economics and Business*, Vol. 118, pp. 1-16
- Moro, A.; Belghitar, Y. e Mateus, C. (2021), “National Culture and Small Firm’ Use of Trade Credit: Evidence from Europe”. *Global Finance Journal*, Vol 49, pp. 1-20
- Nassar, I.; Almsafir, M. K. e Al-Mahrouq, M. H. (2014), “The Validity of Gibrat’s Law in Developed and Developing Countries (2008-2013): Comparison Based Assessment”. Comunicação apresentada na *International Conference on Innovation, Management and Technology Reasearch*, Malaysia
- Oliveira, M. P. (2019), *Empresas-Gazela: Crescimento, Empreendedorismo e Performatividade*. Lisboa: Universidade de Lisboa, Instituto Superior de Economia e Gestão. Tese de Doutoramento em Sociologia, especialização em Sociologia Económica e das Organizações
- Palacín-Sánchez, M.; Canto-Cuevas, F. and di-Pietro, F. (2018), “Trade Credit versus bank credit: a simultaneous analysis in European SMEs”. *Small Business Economics* 53, pp. 1079-1096

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

- Parlamento Europeu e Conselho da União Europeia (2011), “Directiva 2011/7/UE do Parlamento Europeu e do Conselho”. *Jornal Oficial da União Europeia*, pp.1-10
- Penrose, E. T. (1959), *The theory of the growth of the firm*, Oxford: Oxford University Press.
- Porter, M. E. (1980), *Competitive Strategy*, New York: The Free Press
- Rahaman, M. M. (2011), “Access to Financing and Firm Growth”, *Journal of Banking & Finance* 35
- Rahman, A., Rozsa, Z. e Cepel, M. (2018); “Trade Credit and Bank Finance - Evidence from the Visegrad Group”. *Journal of Competitiveness*, 10(3), pp.132-148
- Rajan, R., and Zingales, L. (1998) “Financial dependence and growth”. *The American Economic Review*, Vol. 88, No.3, pp. 559-586
- Segarra, A. e Teruel, M. (2014), “ High-growth firms and innovation: na empirical analysis for Spanish firms”. *Small Business Economics*, Vol. 43, pp. 805-821
- Seifert, D.; Seifert, R. e Protopappa-Sieke, M. (2013), “A Review of trade credit literature: Opportunities for research in operations”. *European Journal of Operational Research*, Vol 231, pp. 245-256
- Silva, G. e Silva, J. (2020), *Estratégia: O poder da gestão estratégica para identificar, explorar e resolver problemas*, Coimbra: Conjuntura Actual Editora
- Steffens, P.; Davidsson, P. e Fitzsimmons, J. (2009), “Performance Configurations over time: Implications for growth- and Profit- Oriented Strategies”. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 33, pp. 125-148
- Teece, D. J. (2007), “Explicating dynamic capabilities: the nature and microfoundations of (sustainable) enterprise performance”. *Strategic Management Journal*. pp 1320-1350
- The Comission of the European Communities (2003), “Comission recommendation of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and médium-sized enterprises”. *Official Journal of the European Union*, pp. 36-41

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

- Tingbani, I.; Afrifa, G.; Tauringana, V. e Ntim, C. (2022), “Trade Credit and Corporate Growth”. *International Journal of Finance & Economics*, pp. 1-23
- Tsuruta, D. (2015), “Bank Loan Availability and Trade Credit for Small Business during the Financial Crisis”. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 55, pp. 40-52
- Wu X. e Yeung C. K. A. (2012). “Firm Growth Type and Capital Structure Persistence” *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, pp. 3427-3443

ANEXOS

Crédito Comercial: Uma opção do financiamento ao Crescimento das Empresas

Gráfico 2 Distribuição Anual do Número de empresas em Portugal e Espanha

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Eurostat [sbs_sc_sca_r2](#)

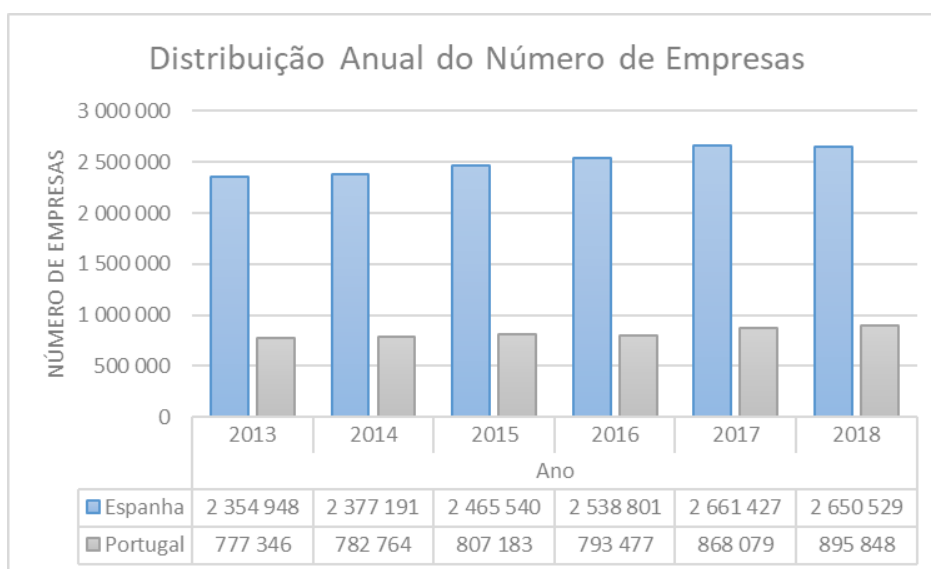


Gráfico 3 Distribuição do tecido empresarial em Espanha no ano de 2018

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Eurostat

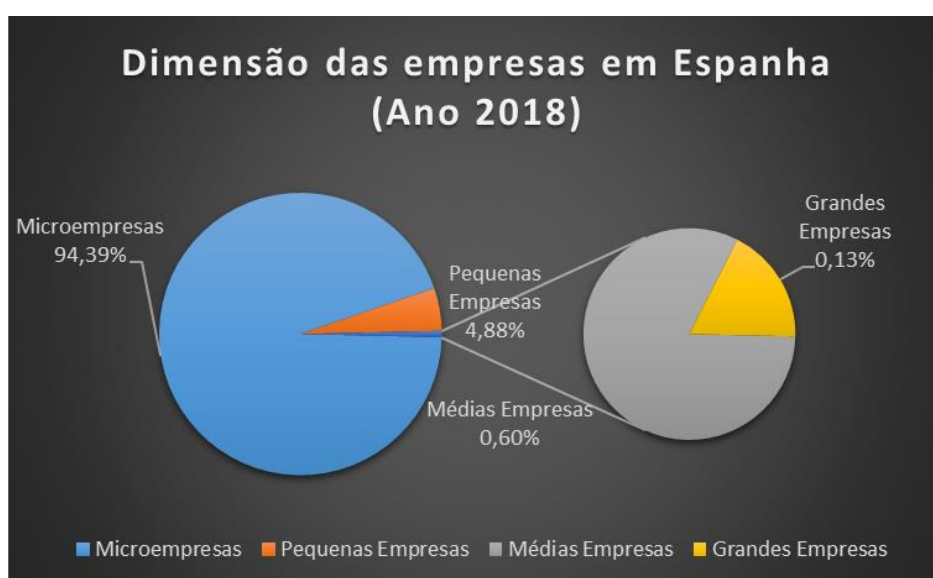


Gráfico 4 Distribuição do tecido empresarial em Portugal no ano de 2018

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Eurostat

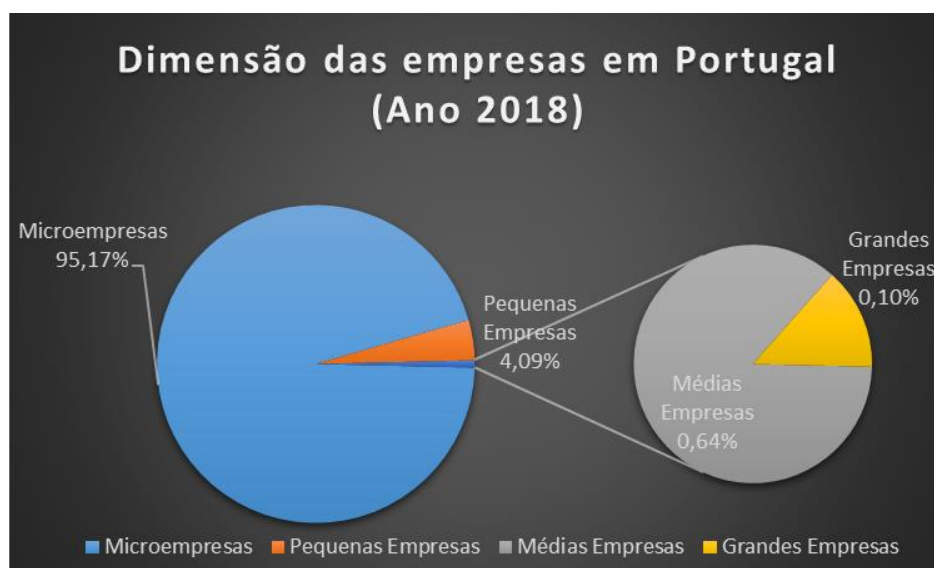


Gráfico 5 N° de dias Médio de pagamento em transações B2B por país nos anos 2014 e 2018

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Intrum Justitia EPI (2013 e 2018)

