



Daniela Filipa Marques Canotilho Pinheiro

Crescimento das empresas: a influência do crédito comercial e da confiança social

Coimbra, fevereiro 2024



Daniela Filipa Marques Canotilho Pinheiro

**Crescimento das empresas: a influência do crédito
comercial e da confiança social**

Coimbra, fevereiro de 2024

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.

AGRADECIMENTOS

Aqui deixo os meus sinceros agradecimentos a todas as pessoas e instituição que de alguma forma contribuíram para que este percurso chegasse ao fim e este objetivo fosse alcançado.

Agradeço ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra e a todos os docentes do Mestrado em Análise Financeira por todos os conhecimentos que transmitiram, em especial ao Professor Doutor Mário Sacramento Santos pela orientação da presente Dissertação.

Um agradecimento muito especial ao meu companheiro de vida Tomé, por todo apoio e compreensão ao longo do processo. Obrigada por acreditares em mim desde o início, nunca duvidando das minhas capacidades.

Por último, agradeço à minha família e aos meus amigos, que sempre me apoiaram ao longo do meu percurso académico, incentivando-me a nunca desistir e a fazer, sempre, o melhor por mim.

RESUMO

Embora existam muitas teorias sobre o crédito comercial estar relacionado com o crescimento das empresas, ainda não foi incluída a variável confiança nos estudos. O objetivo deste trabalho é o de analisar o impacto do crédito comercial no crescimento das empresas, medindo a influência da confiança social. Este estudo teve por base uma amostra de 7220 empresas, com um total de 64.980 observações, para o período de 2013 a 2021. A base de dados contempla empresas de 23 países (13 localizados na Europa, 7 na Ásia, 2 na América e 1 na Oceânia). Para alcançar o objetivo proposto foi utilizada a metodologia de dados em painel, com efeitos fixos. Os resultados mostram, globalmente, que há uma relação positiva entre o crescimento das empresas e o crédito comercial recebido. Considerando-se esta alternativa de financiamento relevante para as oportunidades de crescimento. Além disso, foi possível observar que nos países com maior nível de confiança social, o impacto positivo entre o crédito comercial e o crescimento das empresas diminui. Isto é, a influência do crédito de fornecedores para o crescimento das empresas é menor nos países com maior nível de confiança entre os cidadãos. Numa análise adicional, o estudo evidencia que o crédito obtido junto das instituições financeiras tem um efeito maior no crescimento das empresas localizadas em países com alto nível de confiança social.

Palavras-chave: Crescimento das empresas, Crédito Comercial, Confiança, Restrições Financeiras

ABSTRACT

Although there are many theories about trade credit being related to company growth, the variable of trust has not yet been included in the studies. The aim of this paper is to analyze the impact of trade credit on business growth by measuring the influence of social trust. This study was based on a sample of 7220 companies, with a total of 64,980 observations, for the period from 2013 to 2021. The sample includes companies from 23 countries (13 located in Europe, 7 in Asia, 2 in America and 1 in Oceania). The panel data methodology with fixed effects was used to achieve the proposed objective. The results show that, overall, there is a positive relationship between corporate growth and trade credit received. This financing alternative is considered relevant to growth opportunities. In addition, it was possible to observe that in countries with a higher level of social trust, the positive impact between trade credit and corporate growth decreases. In other words, the influence of trade credit on corporate growth is lower in countries with a higher level of trust. Additionally, the study shows that credit obtained from financial institutions has a greater effect on the growth of companies located in countries with a high level of social trust.

Keywords: Corporate growth, trade credit, trust, financial constraints

ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO.....	11
1.Revisão de Literatura e desenvolvimento das hipóteses	14
1.1. Crédito Comercial.....	14
1.1.1. Teorias do Crédito Comercial	18
1.2. Crédito Comercial e o Crescimento da Empresa	21
1.3. Confiança Social	23
1.4. Confiança social, crédito comercial e o crescimento das empresas.....	26
2.Methodologia.....	28
2.1. Amostra e Horizonte temporal.....	28
2.2. Variáveis	29
2.2.1. Variável dependente	29
2.2.2. Variável Independente.....	30
2.2.3. Variáveis de Controlo.....	32
2.3. Método de Estimação.....	40
2.3.1. Teste Breusch-Pagan: efeitos aleatórios <i>versus pooled</i>	41
2.3.2. Teste VIF.....	42
2.3.3. Teste Hausman: efeitos fixos <i>versus</i> efeitos aleatórios	43
2.4. Modelo Empírico	45
3.Apresentação e Discussão dos Resultados Obtidos.....	46
3.1. Teste de correlação de Pearson	46
3.2. Estatística Descritiva.....	48
3.3. Discussão de resultados	50

4. Conclusão	60
5. Referências Bibliográficas.....	62

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Processo dinâmico do Crédito Comercial.....	15
--	----

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Teorias do Crédito Comercial	18
Tabela 2 - Definição das variáveis do estudo	39
Tabela 3 - Teste VIF.....	42
Tabela 4 - Teste de Hausman	44
Tabela 5 - Matriz de Correlação de Pearson.....	47
Tabela 6 - Estatística Descritiva	49
Tabela 7 - Resumo dos sinais dos coeficientes	50
Tabela 8 – Modelo geral.....	53
Tabela 9 - Modelo de Regressão alternativo	55
Tabela 10 - GROWTH, TRUST e TRUSTTCREDIT	57
Tabela 11 - GROWTH, TRUST e TRUSTBANKDEBT.....	59

Lista de abreviaturas, acrónimos e siglas

ESG – Environmental, Social and Governance

PME – Pequenas e Médias Empresas

RSE - Responsabilidade Social das Empresas

WGI - World Governance Indicators

INTRODUÇÃO

O desenvolvimento das empresas é frequentemente limitado pela escassez de recursos. Quando não têm recursos próprios suficientes, o acesso ao crédito é a principal fonte de financiamento para potenciar o seu crescimento. Todavia, as restrições financeiras e as imperfeições do mercado, que levam a um aumento da assimetria de informação, dificultam o acesso ao crédito. Face a estes constrangimentos a que estão sujeitas, muitas empresas recorreram a fontes alternativas, nomeadamente ao crédito comercial.

De acordo com a Organização Mundial do Comércio¹, cerca de 80% a 90% do comércio mundial depende do financiamento comercial (crédito comercial e seguros/garantias). Klapper et al. (2012) concluiu que cerca de 90% do comércio mundial de mercadorias foi financiado por crédito comercial, em 2007. O crédito comercial representa uma das principais fontes alternativas para as empresas europeias. Casey e O'Toole (2014) concluíram que cerca de 75% das PME sediadas na Irlanda recorreram ao crédito comercial, seguindo-se a Finlândia com 66% e a Grécia, com 61%.

Este tipo de financiamento alternativo é caracterizado por ser um tipo de empréstimo a curto-prazo que proporciona um alívio imediato nos fluxos de caixa para as empresas compradoras. Para além disso, pode ser visto como uma ferramenta que permite: estabelecer relações de proximidade com os clientes (Petersen & Rajan, 1997), melhorar a gestão de inventários (Emery, 1984) e dos fluxos de caixa das empresas (Ferris, 1981); reduzir custos (Kihanga et al., 2010; Schwartz, 1974); garantir a qualidade do produto (Smith, 1987; Long et al., 1993) e a discriminação de preços de forma legal (García-Teruel e Martinez-Solano, 2010).

No entanto, um tema que não tem tido tanto destaque e que é também considerado importante é a relação do crédito comercial com o crescimento das empresas (Karakoç, 2022). Recentemente, surgiram alguns estudos empíricos que visam analisar o papel do crédito comercial como fonte de financiamento para o crescimento das empresas (por exemplo: Ferrando e Mulier, 2013; Niskanen e Niskanen, 2006; Oh & Kim, 2016). Porém, os

¹ https://www.wto.org/english/thewto_e/coher_e/tr_finance_e.htm, consultado em 01/08/2023

resultados são diversificados havendo autores que afirmam que existe uma relação positiva e outros que afirmam que é negativa. É, assim, possível perceber que a investigação já realizada sobre o crescimento apresenta algumas lacunas, sendo uma motivação deste trabalho contribuir com mais resultados que possivelmente poderão levar a um maior consenso.

Entre crises financeiras, conflitos geopolíticos e uma série de incidentes que podem perturbar o sistema financeiro, o fator confiança poderá ser essencial para a sobrevivência das empresas e influenciar a utilização do crédito comercial.

Na literatura o papel desempenhado pela confiança social tem sido analisado em diferentes temas: participação no mercado de ações (Guiso et al., 2008); reações do mercado de ações aos anúncios dos resultados das empresas (Pevzner et al., 2015); disponibilidades de tesouraria das empresas (P. Huang et al., 2021); mitigação dos problemas de agência entre gestores e acionistas (Chauhan et al., 2022a); definição da política de dividendos de uma empresa (Qin et al., 2022).

Recentemente, vários autores sugerem que a confiança social pode influenciar a utilização do crédito comercial (por exemplo: Xu et al., 2023; Wu et al., 2013; Levine et al., 2018; Xu et al., 2023). Contudo, o foco é no impacto da confiança no acesso ao crédito dos fornecedores e nenhum avalia o impacto que a mesma pode ter na taxa de crescimento das empresas.

Esta dissertação tem dois principais objetivos. Por um lado, há ambição de avaliar a relação entre o crescimento das empresas e o recurso ao financiamento alternativo, o crédito comercial. Por outro lado, espera-se poder analisar o impacto que a confiança social poderá ter nesta relação.

O crescimento das empresas será medido através do crescimento das vendas, indo de encontro aos de estudos de García-Teruel e Martínez-Solano (2010), Niskanen e Niskanen (2006) e Agostino e Trivieri (2019). A oferta de crédito comercial às empresas, variável independente do estudo, é definida pelo total da conta fornecedores sobre o ativo total. A principal variável de controlo deste estudo é a confiança social, sendo obtida através das respostas à pergunta do World Value Survey: “De um modo geral, diria que se pode confiar

na maioria das pessoas ou que é preciso ter muito cuidado ao lidar com as pessoas?”. Para além disso, este estudo também inclui as variáveis de controlo mais utilizadas pela literatura quando o tema é crescimento das empresas, nomeadamente: alavancagem financeira, fluxos de caixa, volatilidade dos fluxos de caixa, dimensão da empresa e investimento.

Seguindo o estudo de Tingbani et al. (2022), e para alcançar o objetivo proposto, foi utilizada a metodologia de dados em painel e com efeitos fixos. A amostra deste estudo conta com 7220 empresas, totalizando 64.980 observações, para o horizonte temporal de 2013 a 2021.

Os resultados do modelo encontraram a relação positiva e significativa esperada entre o crescimento e o crédito comercial. Permitindo concluir que as empresas com o objetivo de aumentar as vendas optam pela estratégia de receber mais crédito dos seus fornecedores, ou seja, esta alternativa de financiamento é relevante na concretização das oportunidades de crescimento. As conclusões deste estudo também permitiram observar que o crescimento das empresas é maior nos países com maior nível de confiança entre os cidadãos. E que, a confiança social promove a utilização do crédito comercial por parte das empresas, levando a um crescimento de vendas.

Por fim, esta dissertação está dividida em quatro capítulos. No primeiro capítulo apresenta-se a revisão de literatura, que se divide em dois temas: o crédito comercial e as suas teorias e a confiança social. Ainda neste capítulo são definidas as hipóteses de investigação. No segundo capítulo são expostos os seguintes tópicos: a metodologia utilizada, o modelo empírico, a amostra selecionada e as variáveis dependentes, independente e de controlo. No terceiro capítulo são apresentados os resultados empíricos obtidos. Por último, no quarto capítulo são descritas as conclusões da dissertação, apontadas as limitações encontradas, os contributos do estudo e sugestões para linhas de investigação futuras.

1. Revisão de Literatura e desenvolvimento das hipóteses

1.1. Crédito Comercial

O crédito comercial tornou-se numa das mais importantes fontes de financiamento a curto prazo para as empresas (Hasan et al., 2021b), especialmente quando o crédito bancário não está disponível (Petersen e Rajan, 1997).

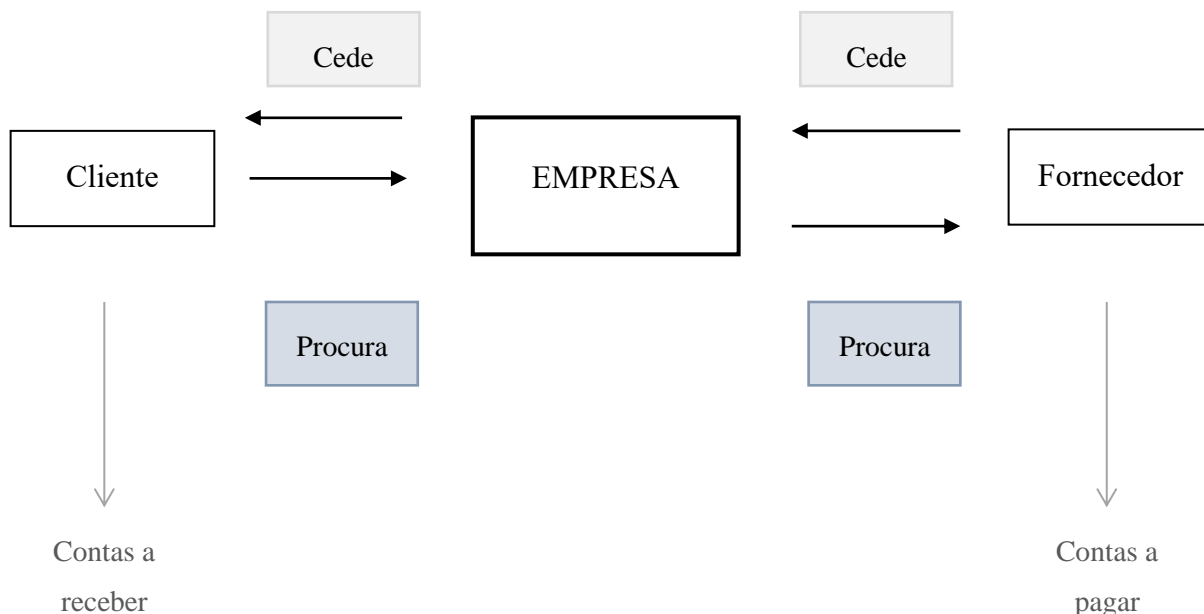
O crédito comercial é um acordo B2B e pode assumir duas formas: uma empresa vende mercadorias a outra e não recebe o pagamento de imediato. Desta forma está a conceder crédito ao cliente, ficando com um ativo corrente no seu balanço em contas a receber; e uma empresa compra mercadorias a outra com um largo prazo de pagamento. Neste caso está a receber crédito do fornecedor, ficando com um passivo corrente no seu balanço em contas a pagar (Petersen e Rajan, 1997).

Na literatura, o tempo de crédito normalmente referido é de 30 dias (Klapper et al., 2012; Ferrando e Mulier, 2013; (Ellingsen et al., 2016). No entanto Ferrando e Mulier (2013) encontraram países onde o registo do prazo médio de pagamento foi superior a 50 dias. A duração do crédito comercial é influenciada positivamente pela dimensão da empresa (Ellingsen et al., 2016), pela internacionalidade e pelo poder de mercado dos clientes (Moll et al., 1993); Ellingsen et al., 2016). O prazo alargado de pagamento, para além de ajudar a ultrapassar problemas de liquidez, poderá proporcionar aos clientes uma análise à qualidade dos produtos. Por conseguinte, os vendedores poderão demonstrar interesse em vender produtos de alta qualidade o que permitirá estabelecer uma boa relação cliente-fornecedor (Long et al., 1993).

O nível de contas a receber de uma empresa resulta da combinação entre a vontade e a capacidade da empresa para conceder crédito aos clientes, bem como da capacidade e da vontade dos clientes para reembolsar o montante em dívida. A interação entre a oferta de crédito da empresa e a procura de crédito por parte dos clientes é um processo dinâmico e pode variar ao longo do tempo (ver figura 1). Neste processo, a empresa pode ajustar a sua política de crédito com base nas condições de mercado e na experiência passada com os

clientes. E, por outro lado, os clientes podem ajustar as suas preferências de pagamento com base na sua própria situação financeira (Petersen e Rajan, 1997).

Figura 1 - Processo dinâmico do Crédito Comercial



Fonte: Elaboração própria. Adaptado de Peterson e Rajan, 1997

García-Teruel e Martínez-Solano (2010) referem que as empresas são fornecedores líquidos de crédito comercial, isto é, dão mais crédito comercial do que recebem. No entanto, Wei et al. (2023), ao utilizarem uma amostra de empresas chinesas, concluíram que as empresas com um bom desempenho em termos de Responsabilidade Social das Empresas (RSE) podem sempre obter mais crédito comercial sem o terem de ceder aos seus clientes. Os resultados mostram que a pontuação de RSE tem um impacto positivo no crédito comercial, sugerindo que as empresas são favorecidas pelos seus fornecedores e, por conseguinte, têm melhor acesso ao crédito comercial.

Do ponto de vista do financiamento, o crédito comercial é um tipo de empréstimo a curto-prazo e é fornecido às empresas *downstream* (clientes) pelas empresas *upstream* (fornecedores) (Huang et al., 2019). Esta relação comercial vai proporcionar um alívio

imediatamente no fluxo de caixa para as empresas compradoras, que, por conseguinte, irão distribuir os recursos financeiros disponíveis por outras atividades operacionais (McGuinness & Hogan, 2014), e, um exemplo disso são as empresas que apostam na inovação (Shahzad et al., 2021). Estas empresas são mais propensas a sofrer restrições financeiras, uma vez que investem em novos produtos e/ou tecnologias, o que poderá acarretar custos elevados. Como resultado, vão precisar de recorrer ao crédito comercial para financiar as suas atividades operacionais.

A assimetria da informação e as restrições ao financiamento bancário, são os principais motivos que levam ao racionamento de crédito das empresas, e, conseqüentemente a recorrerem ao crédito comercial (Casey e O’Toole, 2014b; Aktas et al., 2015; Cuñat, 2007). O crédito comercial pode ajudar as PME a sobreviverem durante períodos económicos difíceis. McGuinness et al. (2018) analisaram o papel do crédito comercial no financiamento das PME durante um período de crise financeira, 2003–2012. Os autores concluíram que a utilização desta alternativa de financiamento está positivamente associada com a sobrevivência das PME. Em particular, confirmam que um aumento da utilização do crédito comercial está associado a uma diminuição de 21% na probabilidade de a empresa falir. Em contrapartida, as empresas com estabilidade financeira e com melhor acesso ao mercado de capitais oferecem mais crédito comercial (Petersen e Rajan, 1997), com o principal objetivo de estabelecerem relações de proximidade com os clientes e de ter uma vantagem competitiva sobre outras empresas (Fabbri e Klapper, 2016).

De acordo com Luo et al. (2023), o investimento no financiamento através do crédito comercial passa a ser mais seguro quando as empresas apresentam um bom desempenho do indicador Ambiente, Social e Governança Empresarial (ESG). Os autores concluíram que os fatores ESG podem desempenhar um papel importante na avaliação da qualidade de crédito das empresas e que a incorporação destes nas decisões pode ajudar a reduzir o risco, a assimetria de informação e melhora a reputação.

Conforme o 27º inquérito bianual do Banco Central Europeu sobre o Acesso das Empresas ao Financiamento², o crédito comercial é uma fonte de financiamento popular entra as PME da zona euro. No inquérito, 14% das PME declararam ter recorrido ao crédito comercial no último ano. Este valor foi superior à percentagem de PME que recorreram a empréstimos bancários (13%) ou a outros tipos de financiamento externo (12%). Concluiu-se também que, a utilização do crédito comercial é mais comum entre as PME que exportam. Este facto deve-se, principalmente, às empresas que exportam necessitarem frequentemente de conceder crédito aos seus clientes para poderem competir nos mercados internacionais.

A situação financeira e o ciclo da empresa poderão afetar as escolhas no tipo de financiamento. Hasan et al. (2021) e Canto-Cuevas et al. (2019) concluíram que a fase do ciclo de vida de uma empresa influencia a utilização e o ajustamento do crédito comercial. As empresas maduras e menos estrangidas financeiramente tendem a ter valores mais baixos de crédito comercial (Niskanen e Niskanen, 2006; García-Teruel e Martínez-Solano, 2010; Canto-Cuevas et al., 2019; Hasan et al., 2021), uma vez que têm capacidade e reputação para se financiarem através de outros instrumentos de financiamento. A presença da empresa a longo prazo no mercado leva a uma diminuição da assimetria de informação, o que vai permitir angariar fundos externos com baixos custos de transação (Guariglia, 2008) levando as empresas a utilizar menos crédito dos fornecedores.

Como mencionado anteriormente, é comum que as empresas recorram ao crédito comercial quando enfrentam restrições no acesso ao financiamento bancário. No entanto, o crédito dos fornecedores pode ser uma fonte de financiamento complementar ao crédito bancário. Biais e Gollier (1997) argumentam que os fornecedores de crédito têm uma vantagem comparativa em relação às instituições bancárias na aquisição de informação e na análise das atividades das empresas credoras, sendo os primeiros a terem conhecimento nos atrasos dos pagamentos dos créditos concedidos. Assim, o facto de ser concedido crédito comercial pode sinalizar a qualidade de crédito das empresas para outros credores, ajudando-as a aceder ao financiamento bancário.

² https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/ecb.safe202111~0380b0c0a2.en.html

O recurso ao crédito comercial também acarreta efeitos adversos, desde o risco de incumprimento ao atraso nos pagamentos (Wu et al., 2012). Para os fornecedores de crédito se protegerem contra as incertezas que envolvem os contratos de crédito, as empresas podem optar por recorrer ao seguro de crédito comercial (Yang et al., 2021). Este tipo de seguro salvaguarda o fornecedor contra o não pagamento ou atraso de pagamento por parte do comprador, funcionando como um mecanismo de proteção financeira que cobre as possíveis perdas. Ao obter um seguro de crédito comercial, o fornecedor transfere parte do risco para a seguradora. Caso ocorra um não pagamento por parte do comprador, a seguradora compensa o fornecedor pelas perdas sofridas.

1.1.1. Teorias do Crédito Comercial

A literatura defende a existência de diferentes teorias do crédito comercial que explicam quais são as motivações subjacentes à utilização desta fonte de financiamento alternativa. Os motivos das empresas para recorrerem a este tipo de crédito classificam-se como: financeiros, operacionais e comerciais.

Tabela 1 - Teorias do Crédito Comercial

Motivação	Financeira	Operacional	Comercial
Teoria	<ul style="list-style-type: none"> - Teoria da vantagem da informação de financiamento; - Liquidez e restrições financeiras. 	<ul style="list-style-type: none"> - Custos de transação 	<ul style="list-style-type: none"> - Marketing, poder de mercado; - Garantia de qualidade do produto; - Relação de longa duração com o cliente; - Discriminação de preços.
Autores	Schwartz (1974) Emery (1984)	Ferris (1981) Emery (1984)	Nadiri (1969); (Cheng & Pike, 2003); Smith (1987); Long et al. (1993)

Fonte: Elaboração própria adaptado de (Dary & James Jr., 2020)

As **motivações de financiamento** foram inicialmente defendidas por Schwartz (1974) e tentam explicar os motivos que levam os clientes a optarem pelo crédito comercial,

incorrendo em custos elevados, e os fornecedores a investirem nas contas a receber. As imperfeições do mercado levam a um aumento da assimetria de informação entre as empresas e as instituições financeiras. As empresas tentam maximizar os lucros através das relações de proximidade com os seus clientes e fornecedores (Petersen e Rajan, 1997). A interação regular permite que os fornecedores de crédito tenham vantagens de informação sobre os seus clientes, em relação aos tradicionais intermediários financeiros. Desta forma, conseguem efetuar a intermediação a custos de transação mais baixos (Ferris, 1981) e de facilmente controlarem o cumprimento dos contratos de crédito (Emery, 1984). Por outro lado, os fornecedores com excesso de liquidez podem encarar a fragilidade financeira dos seus clientes como uma oportunidade de investimento nas contas a receber. Uma vez que, ao cederem crédito obtêm um retorno através das taxas de juros cobradas sobre o atraso no pagamento ou do aumento dos custos das mercadorias vendidas (Schwartz, 1974; Emery, 1984).

Emery (1984) defende que os **motivos operacionais** que levam à utilização do crédito comercial apenas existem porque a procura dos clientes não é constante. As incertezas na oferta e na procura levam ao aumento dos custos de transação (Ferris, 1981). Para acompanhar as flutuações, os fornecedores têm duas alternativas: permitem que os preços flutuem ou ajustam a produção. Em ambos os casos, a empresa fica sujeita a custos dispendiosos. Quando a procura por parte do cliente diminui, os fornecedores optam por ceder crédito comercial, com objetivo de reduzir o custo de armazenamento e ao mesmo tempo os clientes mantêm os inventários adequados (Emery, 1984; Petersen e Rajan, 1997; García-Teruel e Martínez-Solano, 2010), havendo uma melhor gestão dos inventários e tesouraria. Neste momento, o crédito comercial passa a ser uma importante alternativa operacional para lidar com esta incerteza. Esta alternativa de financiamento externo dá informações sobre as necessidades de tesouraria das empresas compradoras e prevê os recebimentos dos fornecedores, tornando-se uma mais-valia na gestão dos fluxos de caixa das empresas (Ferris, 1981). Por outro lado, a oferta de crédito comercial poderá levar a um aumento do volume de vendas por transação, o que, por sua vez, pode levar a uma redução dos custos: por exemplo os custos de transporte (Kihanga et al., 2010) ou despesas bancárias (Schwartz, 1974).

Numa ótica **comercial**, o crédito comercial é utilizado para atrair e construir relações de longo prazo com os clientes (Nadiri, 1969), sendo uma vantagem nos setores competitivos onde a mudança de clientes é predominante. Palacín-Sánchez et al. (2019) defendem que as empresas que enfrentam restrições ao crédito bancário podem utilizar o crédito dos fornecedores como uma estratégia para atrair os clientes e aumentar as vendas. Por outro lado, os fornecedores podem ceder crédito comercial como forma de apoiar os clientes com dificuldades financeiras, uma vez que têm interesse na sobrevivência a longo prazo. E, o aumento do prazo de pagamento demonstra o apoio e a flexibilidade diante das dificuldades financeiras que os clientes possam enfrentar, incentivando a fidelização do mesmo. Smith, (1987) e Long et al. (1993) defendem a teoria de garantia da qualidade de produto. Os autores concluíram que o crédito comercial aumenta o número de vendas, pois possibilita o cliente de verificar a qualidade do produto antes de efetuar o pagamento. As PME tendem a conceder mais crédito comercial do que as grandes empresas, pois têm uma maior necessidade de estabelecer a sua reputação sobre a qualidade dos produtos. García-Teruel e Martínez-Solano (2010) comprovaram que, o crédito comercial pode levar à discriminação de preços de forma legal. E, as empresas com poder de mercado podem aumentar o retorno das suas vendas através desta prática. Por exemplo, o prolongamento do período de pagamento do crédito ou a oferta de descontos para pronto pagamento, em ambos os casos os mesmos bens serão vendidos a preços diferentes a compradores diferentes com base na sua resposta às condições de crédito.

1.2. Crédito Comercial e o Crescimento da Empresa

O impacto do crédito comercial no crescimento das empresas tem recebido, recentemente, uma atenção significativa na literatura financeira. Diversos estudos concluíram que há uma relação positiva entre o crédito comercial e o crescimento da empresa (Fisman e Love, 2003; Niskanen e Niskanen, 2006; Ferrando e Mulier, 2013; García-Teruel e Martínez-Solano, 2010; Cuñat, 2007; Bougheas et al., 2009b; Karakoç, 2022).

Fisman e Love (2003) concluíram que, quando as opções de financiamento formal são limitadas o crédito comercial apresenta ter um papel significativo no apoio ao crescimento das empresas. Este impacto intensifica num contexto em que o desempenho das instituições financeiras é baixo.

Niskanen e Niskanen (2006) analisaram dados de pequenas empresas finlandesas num ambiente financeiro dominado pelos bancos. Os autores confirmam que há efetivamente uma relação positiva entre o crédito comercial e o crescimento das empresas. Sendo que, as empresas cuja missão passe por aumentar o crescimento de vendas, acabam por optar pela estratégia de ceder mais crédito aos seus clientes.

A análise de Ferrando e Mulier (2013), através de uma base de dados de empresas não financeiras de países europeus, enaltece o papel do crédito comercial no desenvolvimento das empresas. A heterogeneidade da base de dados do estudo, tanto a nível do país como da empresa, permitiu afirmarem que: por um lado, as empresas que operam nos países com um sistema financeiro desenvolvido, recorrem menos ao crédito comercial para o seu crescimento; e por outro, as empresas mais jovens e de pequena dimensão são mais vulneráveis às imperfeições do mercado, logo dependem mais desta alternativa de financiamento para promover o crescimento.

García-Teruel e Martínez-Solano (2010) afirmam que, as empresas com taxas de crescimento mais elevadas no passado são mais propensas a continuar a crescer no futuro. E, Cuñat (2007) salienta que, este tipo de empresas obtêm uma maior proporção de crédito dos seus fornecedores. Por outro lado, Bougheas et al. (2009b) e Karakoç (2022) apoiam a

teoria de que as empresas em crescimento oferecem mais crédito comercial, uma vez que preferem vender a crédito a suportar custos elevados de armazenamento e de perdas por imparidade dos inventários. Por consequência, estes custos podem limitar a capacidade de uma empresa investir em possíveis oportunidades de crescimento. O conhecimento dos fornecedores sobre o futuro potencial de crescimento de vendas dos seus clientes, permite-lhes terem mais confiança ao ceder crédito e a manterem uma relação duradoura e benéfica (Karakoç, 2022; Petersen e Rajan, 1997).

Huang et al. (2019) acrescentaram à literatura já existente o tema sustentabilidade financeira. Concentraram o estudo nas empresas chinesas cotadas em bolsa com o objetivo de analisar a relação entre o financiamento do crédito comercial e o crescimento sustentável de uma empresa, bem como a sustentabilidade deste impacto ao longo de três períodos. Os resultados permitiram concluir que há uma relação positiva para os três períodos, no entanto o coeficiente do crédito comercial diminui gradualmente, permitindo concluir que o impacto deste financiamento alternativo é gradualmente atenuado com o tempo. Para além disso, foi também possível concluir que o crédito de fornecedores poderá ter diferentes efeitos consoante o tipo de empresa, isto é, nas empresas privadas tem um efeito de financiamento e quando há um nível de controlo interno mais elevado contribui, em maioria, para o crescimento sustentável.

Segundo Tingbani et al. (2022) há uma relação não linear entre a utilização do crédito comercial e o crescimento das empresas. Uma vez que, a utilização desta alternativa de financiamento requer um equilíbrio entre o benefício e o custo para as empresas, a fim de aumentar o seu crescimento. Os autores concluíram que existe um ponto ótimo de crédito comercial para impulsionar o crescimento. E, que, embora os custos de recorrer a crédito dos fornecedores sejam elevados, durante os períodos de crise financeira as empresas beneficiam mais deste tipo de financiamento para aumentar o seu crescimento.

Contrariando os estudos referidos anteriormente, Oh e Kim (2016) ao utilizarem dados em painel de empresas chinesas, para o período de 2003-2013, concluíram que as empresas com mais oportunidades de crescimento tendem a reduzir tanto as contas a receber como as contas

a pagar. Na ótica deles, as empresas com maiores oportunidades de crescimento têm um acesso limitado aos mercados tradicionais e podem não ter fundos internos adequados para investir no crescimento. Como resultado, reduzem o investimento no crédito comercial para apoiar o crescimento.

Este estudo prevê que o crédito comercial contribui de forma positiva para o crescimento de vendas das empresas. Desta forma, expõe-se a seguinte hipótese:

H1: O crédito obtido de fornecedores estimula o crescimento das empresas.

1.3. Confiança Social

A confiança social é a base das relações entre indivíduos, grupos e outros componentes de uma sociedade. Gambetta (2000) defende que existe confiança quando “a probabilidade de alguém realizar uma ação benéfica é suficientemente elevada para se poder considerar a possibilidade de estabelecer alguma forma de cooperação com essa pessoa”. Por outras palavras, a confiança é um sentimento de segurança e de expectativa de que os outros agirão de forma a apoiarem-se mutuamente (Fukuyama, 1995).

Na literatura há a distinção entre a confiança privada, que evolui ao longo do tempo devido a interações repetidas entre dois indivíduos (Engle-Warnick e Slonim, 2006) e a confiança social, que se relaciona com crenças sobre o comportamento de um grupo de indivíduos numa sociedade (Coleman, 1990; Putnam, 1993). Por conseguinte, a confiança social tem um efeito subjacente significativo na forma como as pessoas reagem, tanto a nível individual como coletivo. É um fator central na construção de valores, normas e práticas dentro da sociedade, exercendo uma influência notável na maneira como as pessoas se relacionam entre si e na esfera empresarial. Este estudo analisa a confiança na segunda vertente, isto é, confiança social.

A confiança é fundamental para qualquer relação financeira e transação comercial e está praticamente na base de todas as trocas económicas (Williamson, 1993). Esta apresenta ter efeitos positivos no desenvolvimento económico e na prosperidade do mercado de um país ou região. Já que, de acordo com a literatura a mesma provoca a redução dos custos de

transação do mercado, promove a cooperação interpessoal e atenua os conflitos de agência (Pevzner et al., 2015; Knack e Keefer, 1997; Qin et al., 2022).

Nas áreas das finanças e da economia, a literatura permitiu estabelecer o papel importante desempenhado pela confiança (por exemplo: Guiso et al., 2008; Pevzner et al., 2015; Dudley e Zhang, 2016; Huang et al., 2021; Chauhan et al., 2022a; Qin et al., 2022).

De acordo com Guiso et al. (2008) a confiança é um fator importante para o fluxo de informação. Os autores argumentam que as pessoas são mais propensas a compartilhar informações com aqueles em quem confiam, promovendo o aumento da participação dos cidadãos no mercado de ações em países com elevados níveis de confiança. Guiso et al. (2004) sugerem que a confiança está significativamente relacionada com a forma como as pessoas participam e investem nos mercados financeiros.

Pevzner et al. (2015) estudaram as reações do mercado de ações aos anúncios dos resultados das empresas. No estudo puderam analisar se o nível de confiança num país afeta a perceção e a utilização pelos investidores das informações transmitidas pelas empresas, através da divulgação de informações financeiras. Os autores sugerem que os níveis de confiança nos mercados financeiros podem afetar a perceção e a utilização das informações financeiras, uma vez que os investidores nos países com níveis de confiança elevados podem acreditar que as empresas são mais propensas a divulgar informações precisas e honestas.

Dudley e Zhang (2016) investigaram o papel da confiança social na determinação das disponibilidades de tesouraria das empresas. Os autores argumentam que as empresas localizadas nos países com sociedades menos confiantes acumulam mais dinheiro para compensar o acesso reduzido aos mercados de capitais. Existem dois argumentos que apoiam este estudo: Em primeiro lugar, as empresas com gestores que os acionistas consideram menos dignos de confiança, podem apresentar alguma dificuldade na obtenção de capital externo e podem ter um acesso mais oneroso aos mercados de capitais. Isto ocorre porque os investidores externos podem estar preocupados com a possibilidade de os gestores utilizarem os recursos da empresa para benefício próprio. Em segundo lugar, as empresas com *insiders* considerados pouco confiáveis podem ser mais pressionadas a libertar dinheiro através do pagamento de dividendos ou da recompra regular de ações. Isto acontece porque

os acionistas externos podem estar preocupados com a possibilidade de os *insiders* desviarem recursos da empresa.

Huang et al. (2021) investigaram a velocidade de ajustamento do endividamento das empresas e relacionaram esta importante característica da estrutura de capital com o nível de confiança social a nível nacional. Os autores sugerem que os níveis de confiança social podem afetar a velocidade de ajustamento do endividamento por dois principais motivos: 1) os investidores dos países com níveis de confiança elevados podem estar mais dispostos a fornecer financiamento às empresas, mesmo que essas empresas tenham um nível de endividamento elevado. Por conseguinte, as empresas não precisam ajustar o seu endividamento tão rapidamente. 2) os gestores de empresas em países com níveis de confiança elevados podem estar mais dispostos a assumir riscos financeiros, ou seja, as empresas podem estar mais propensas a manter um nível de endividamento elevado.

Chauhan et al. (2022a) investigaram o papel que a dívida desempenha para mitigar os problemas de agência entre gestores e acionistas. O estudo permitiu analisar a influência da confiança da sociedade na dívida das empresas e conseguiram concluir que, esta permite mitigar os problemas de agência entre gestores e acionistas. Os autores observaram que a confiança leva a uma maior monitorização dos gestores por parte dos credores, pois acreditam que os gestores são mais propensos a agir de forma responsável. Puderam ainda concluir que a confiança pode levar a uma maior transparência por parte dos gestores. Estes são mais propensos a ser transparentes com os credores quando confiam neles. E, isto vai permitir que os credores aquando de avaliarem os riscos das empresas tomem decisões mais informadas.

Qin et al. (2022) analisaram a definição da política de dividendos de uma empresa e relacionaram com a confiança social. Verificaram que as empresas em regiões de baixa confiança pagam dividendos mais elevados do que as empresas situadas nas regiões de elevada confiança. Para compensar a desconfiança, os gestores optam por pagar dividendos mais elevados, como forma de demonstrar aos investidores que estão a gerar valor para os acionistas

1.4. Confiança social, crédito comercial e o crescimento das empresas

Na literatura há já um conjunto crescente de estudos que sugerem que a confiança social pode influenciar a utilização do crédito comercial. A confiança social facilita a partilha de informações, o que leva à redução da assimetria de informação. A partilha segura de informações permite que haja uma troca fiável e concreta de conhecimentos, o que influencia na concessão de crédito comercial pelos vendedores e no acesso dos compradores a esse financiamento (Xu et al., 2023).

Como já mencionado, o recurso ao financiamento informal poderá acarretar riscos, nomeadamente o incumprimento dos prazos de pagamento. Por conseguinte, a relação de proximidade e de confiança com os clientes desempenha um papel importante na oferta de crédito comercial (Petersen e Rajan, 1997). Os clientes fiáveis estão mais propensos a cumprir os seus compromissos financeiros, mesmo em tempos difíceis.

Quando as empresas apresentam restrições no acesso ao financiamento formal, a confiança social aumenta a capacidade para se financiarem através do crédito comercial (Wu et al., 2013; Levine et al., 2018; Xu et al., 2023). A confiança facilita o estabelecimento de relações de crédito entre empresas, ou seja, quando confiam umas nas outras, elas estão mais dispostas a conceder crédito, mesmo na ausência de garantias.

Wu et al. (2013) afirmam que os fornecedores oferecem mais crédito comercial aos clientes que estão situados em regiões onde a confiança social é elevada, quando comparados com os que se encontram em locais de baixa confiança social. Os autores analisaram dados de empresas chinesas por considerarem que o país não faz uma correta aplicação das leis e apresentam políticas de empréstimo tendenciosas, o que leva a níveis de confiança muito díspares nas suas várias regiões. Com este estudo, concluíram que o efeito da confiança social na utilização do crédito comercial é mais forte nas empresas com um rácio de empréstimos bancários e de ativos fixos mais baixo e uma taxa de crescimento mais elevada.

Levine et al. (2018), utilizando dados de empresas situadas em 34 países, de 1990 a 2011, concluíram que a confiança social facilita o acesso ao crédito comercial e que os lucros das empresas e a variável emprego resistem mais facilmente às crises bancárias. Este impacto da

Crescimento das empresas: a influência do crédito comercial e da confiança social

confiança social sobre o crédito comercial e o desempenho das empresas é mais pronunciado naquelas que dependem mais da liquidez de curto prazo.

Xu et al. (2023) diferenciam-se dos demais estudos pelo facto de analisarem a confiança herdada, isto é, a confiança que os descendentes de imigrantes norte-americanos herdaram dos seus antepassados. Descobriram que a confiança herdada promove desproporcionadamente o acesso ao crédito comercial por parte das empresas financeiramente limitadas, levando a um crescimento de vendas das empresas. Os autores concluíram que o impacto do crédito comercial no crescimento das vendas aumenta com o nível de confiança.

Este estudo apoia a ideia de que o crescimento das empresas é influenciado pelo crédito obtido dos fornecedores e que esta relação poderá ser influenciada pela confiança social. Por conseguinte, expõe-se a seguinte hipótese:

H2: O crescimento das empresas é maior nos países com maior nível de confiança

2. Metodologia

Nesta secção apresentam-se a amostra, as variáveis e o modelo subjacente à metodologia de investigação desta dissertação.

2.1. Amostra e Horizonte temporal

Os dados utilizados neste estudo foram obtidos através da base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibérico), para o período de 2013 a 2021.

Da amostra inicialmente ponderada, estão consideradas apenas na amostra final do estudo empresas que, cumulativamente, cumpram com os seguintes critérios

- (i) Ser empresa não financeira,
- (ii) Ter um capital próprio não negativo;
- (iii) Possuir uma taxa de crescimento inferior a 100%; e
- (iv) Ter uma informação financeira consistente.

De acordo com o exposto anteriormente, é importante realçar que as empresas financeiras não foram consideradas neste estudo uma vez que os requisitos contabilísticos são diferentes das restantes empresas, indo de encontro à literatura financeira existente (Aktas et al., 2015; Tingbani et al., 2022). Também foram excluídas da amostra as empresas com informação financeira não consistente, por exemplo quando o ativo total não coincide com a soma dos capitais próprios com o passivo total.

Após a filtragem, a amostra em estudo consiste num painel balanceado de 7220 empresas e representa um total de 64.980 observações (para cada empresa existem 9 informações consecutivas). Esta base de dados inclui empresas de 23 países (13 localizados na Europa, 7 na Ásia, 2 na América e 1 na Oceânia).

Após a recolha dos dados, estes foram compilados num painel de dados e analisados através do software STATA (versão 16.0) (Data Analysis and Statistical Software).

2.2. Variáveis

2.2.1. Variável dependente

Tal como mencionado anteriormente, a existência de oportunidades de crescimento numa empresa é um fator importante que afeta a procura de financiamento, por conseguinte de crédito comercial. O foco deste estudo é a relação entre o crescimento das empresas e o crédito comercial recebido.

A medição do crescimento tem sido abordada de diferentes formas na literatura, destacando-se as medidas variação anual das vendas (por exemplo: García-Teruel e Martínez-Solano, 2010; Niskanen e Niskanen, 2006; Agostino e Trivieri, 2019) e a variação anual do número de empregados (por exemplo: Lefebvre, 2023; Rahaman, 2011a). De acordo com Rahaman (2011), há uma vantagem em recorrer ao crescimento de emprego, isto porque o emprego é uma variável cuidadosamente seguida e registada ao longo do tempo. No entanto, Lefebvre (2023) concluiu que os resultados obtidos no seu estudo não diferiram muito aquando de escolher o crescimento das vendas ou o crescimento do emprego como variável dependente.

Neste estudo, a variável dependente é o crescimento de vendas das empresas e define-se da seguinte forma:

$$GROWTH_{i,t} = LN \frac{Vendas_{i,t} - Vendas_{i,t-1}}{Vendas_{i,t-1}}$$

2.2.2. Variável Independente

Diversos autores estabeleceram uma ligação entre o crédito comercial e o crescimento das empresas (por exemplo: Fisman e Love, 2003; Niskanen e Niskanen, 2006; Ferrando e Mulier, 2013; Huang et al., 2019). No entanto os estudos evidenciados diferem nas conclusões, alguns indicam que há uma relação positiva outros afirmam que é negativa. E há ainda estudos que concluem que a relação entre o crescimento da empresa e o crédito comercial é não linear (Tingbani et al., 2022), isto é, o crédito comercial relaciona-se positivamente com o crescimento das empresas a um nível mais baixo e negativamente a níveis mais elevados de crédito comercial.

A perceção da possível da relação entre o crédito comercial e o crescimento é importante, uma vez que o desempenho das empresas a longo prazo e a sobrevivência são pré-determinados pelas oportunidades de crescimento das empresas. Existem várias explicações na literatura para a ligação entre as duas variáveis. Seguindo a teoria de financiamento, o crédito comercial é uma alternativa de financiamento importante para as empresas, principalmente quando estão sujeitas as restrições financeiras (Casey e O’Toole, 2014b). Quando o foco dos gestores é aumentar o volume de negócios, estes estão dispostos a estabelecer relações fortes com os clientes com o objetivo de financiar este crescimento das vendas (Petersen e Rajan, 1997). O crédito comercial alivia os encargos financeiros globais das empresas durante períodos de crise financeira, atuando como um instrumento alternativo para financiar as necessidades de liquidez para o crescimento (McGuinness & Hogan, 2016).

Por outro lado, as empresas recorrem ao crédito dos fornecedores como uma estratégia para atrair os clientes e aumentar as vendas (Palacín-Sánchez et al., 2019), permitindo em alguns casos testarem os produtos antes de efetuarem o pagamento diminuindo a assimetria de informação (Long et al., 1993).

Para medir o impacto do crédito comercial no crescimento das empresas, a variável independente será o crédito comercial recebido, indo de encontro aos estudos de Tingbani et al. (2022), Huang et al. (2019), Ferrando & Mulier (2013) e Lefebvre (2023).

Crescimento das empresas: a influência do crédito comercial e da confiança social

Na pesquisa de Huang et al. (2019) o coeficiente da variável crédito comercial apresentou ser positivo e estatisticamente significativo ao nível de 1%. Sugerindo que o financiamento do crédito comercial influencia consideravelmente o crescimento sustentável das empresas. Já os autores Ferrando & Mulier (2013) através do método dos momentos generalizado, obtiveram também um coeficiente positivo da variável independente. E Lefebvre (2023) observou também uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a duração dos pagamentos e o crescimento para ambas as dimensões do crescimento (crescimento de vendas e crescimento do emprego). Por outras palavras, uma maior duração dos pagamentos está associada a um crescimento mais rápido.

Filbeck & Krueger (2005) defendem que o crédito comercial varia significativamente entre sectores. Neste estudo a amostra está agrupada em 47 sectores de atividade, de acordo com a NACE REV 2.

A variável é obtida através do rácio entre os fornecedores e o ativo total.

$$\text{Crédito comercial}_{i,t} = LN \frac{\text{Fornecedores}_{i,t}}{\text{Ativo Total}_{i,t}}$$

2.2.3. Variáveis de Controlo

Na sequência de estudos anteriores nesta área, controlamos várias características das empresas. Algumas dessas características incluem a alavancagem financeira (Tingbani et al., 2022; Huang et al., 2019; Rahaman, 2011), os fluxos de caixa, a volatilidade dos fluxos de Caixa, a dimensão da empresa (Tingbani et al., 2022; Ferrando e Mulier, 2013; Huang et al., 2019; Lefebvre, 2023; Rahaman, 2011) o investimento, a SCORE e a Confiança Social. Todas as variáveis estão definidas na Tabela 1.

2.2.3.1. Alavancagem Financeira

O crescimento coloca as empresas numa situação mais propícia a recorrerem à dívida, de maneira a usufruírem dos potenciais benefícios associados a um maior nível de endividamento. A relação entre a dívida e o crescimento das empresas poderá ser interpretada de diferentes formas.

A teoria Pecking Order (Myers, 1984) defende que há um rácio de endividamento que varia conforme as flutuações das necessidades de financiamento. Neste sentido, quando uma empresa tem uma oportunidade de crescimento, mas poderá não ter fluxo de caixa interno, a dívida passa a ser uma boa opção.

Tingbani et al. (2022) consideraram importante controlar o grau de endividamento, medido como alavancagem financeira, uma vez que o acesso à dívida é um fator crítico para o crescimento e a sobrevivência das PME. Os autores encontraram uma relação significativamente positiva entre a alavancagem financeira e o crescimento das empresas. Rahaman (2011a) após utilizar três medidas para avaliar a alavancagem financeira da empresa, conclui que uma maior alavancagem tem um efeito positivo no crescimento. No entanto a manutenção de uma folga de financiamento tem um efeito negativo na variável crescimento. Huang et al. (2019), após incluir a variável dívida de longo prazo e de curto prazo, observou que as empresas dependem fortemente do financiamento interno e de curto prazo.

Será então esperado um coeficiente positivo entre o crescimento da empresa e a alavancagem financeira. A alavancagem financeira é dada pelo rácio entre as dívidas financeiras de curto prazo e as de longo prazo e o total de ativo.

$$BANKDEBT_{i,t} = \frac{Dívida \text{ fin. de curto prazo } i,t + Dívida \text{ fin. de longo prazo } i,t}{Ativo \text{ Total } i,t}$$

2.2.3.2. Fluxos de Caixa

As oportunidades de crescimento exigem investimentos, que normalmente consomem os fluxos de caixa. Na perspetiva de Myers (1984), o endividamento é vantajoso para uma dada empresa pois permite uma poupança fiscal, bem como um acréscimo na capacidade de gerar melhores resultados. Por conseguinte, o aumento do endividamento da empresa reduz os fluxos de caixa da empresa. Isto porque, quanto maior o endividamento da empresa, maior o seu risco financeiro, o que leva a que os acionistas aumentem o retorno do investimento sobre a empresa. Numa outra perspetiva, as empresas com elevados fluxos de caixa têm mais fundos gerados internamente, o que permite financiar as atividades operacionais e de investimento sem precisar de recorrer a financiamento externo, são empresas com mais capacidade de gerar liquidez para financiar as suas atividades. De acordo com Legesse e Guo (2020) as empresas com elevada capacidade de gerar fluxos de caixa financiam-se, preferencialmente, com empréstimos de curto prazo. Por outro lado, poderão existir problemas de agência uma vez que os gestores estarão dispostos a investir os fluxos de caixa disponíveis em crédito comercial, de forma a criar boas ligações com os clientes (Jensen, 1986).

Os resultados da relação entre os fluxos de caixa gerados internamente pela atividade de exploração das empresas e o crescimento das empresas são uma incógnita. Os fluxos de caixa são calculados através do rácio de resultado líquido do período mais as depreciações a dividir pelo total de ativos.

$$CASH\ FLOW_{i,t} = \frac{Resultado\ Líquido_{i,t} + Depreciações\ e\ amortizações_{i,t}}{Ativo\ total_{i,t}}$$

Com o objetivo de medir o desvio padrão dos fluxos de caixa nos três anos anteriores ao período em análise, acrescentou-se a variável Volatilidade dos Fluxos de Caixa ao estudo.

2.2.3.3. Dimensão

Em estudos anteriores, a dimensão de uma empresa foi considerada uma variável importante para explicar o crescimento das empresas (por exemplo: Tingbani et al., 2022; Ferrando e Mulier, 2013; Lefebvre, 2023; Huang et al., 2019). De acordo com Tingbani et al. (2022), as empresas mais pequenas têm maior capacidade de se adaptarem a ambientes empresariais em constante mudança e, conseqüentemente, crescem mais rápido. Os autores observaram uma relação negativa entre o crescimento e a dimensão da empresa. Ferrando e Mulier (2013) concluíram que as empresas maiores crescem significativamente mais devagar e que as empresas que cresceram muito no período anterior têm maior probabilidade de crescer mais lentamente neste período. Neste estudo puderam concluir que qualquer impacto do canal do crédito comercial no crescimento não é determinado pela dimensão ou pela idade da empresa. Lefebvre, (2023) apoia a mesma teoria de que as empresas mais pequenas crescem mais rapidamente que as grandes empresas, considerando importante incluir esta variável no estudo. Desta forma, espera-se que quanto maior seja a empresa, menor será o crescimento, pois terá menos oportunidades de crescimento. Huang et al. (2019) inclui a variável dimensão na análise através do logaritmo do total dos ativos da empresa. Concluíram que o coeficiente da dimensão é negativo e significativo, sugerindo que quanto maior for a empresa menor será o seu crescimento.

Espera-se que haja uma relação negativa entre o crescimento das empresas e a sua dimensão. A dimensão da empresa foi introduzida na regressão após transformação logarítmica do volume de negócios (Rahaman, 2011a).

$$Size_{i,t} = LN (\text{Volume de negócios}_{i,t})$$

2.2.3.4. Investimento

A relação entre o crescimento de vendas e o investimento das empresas tem sido frequentemente analisada na literatura (Aivazian et al., 2005; Modigliani e Miller, 1958; Serrasqueiro et al., 2007).

De acordo com Modigliani & Miller (1958) as decisões de investimento são tomadas com base nas vendas. Os autores defendem que se há um crescimento de vendas, as empresas aumentam o investimento e no caso em que há uma diminuição das vendas, as empresas diminuem o investimento. Esta abordagem é consistente com a teoria neoclássica do investimento, que também defende que as decisões de investimento são tomadas com base em fatores externos à empresa. Serrasqueiro et al. (2007) analisaram os determinantes do investimento das empresas através de três teorias explicativas do investimento. Concluíram que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre as oportunidades de crescimento e o investimento.

Alguns autores recorrem ao investimento em ativos fixos tangíveis como *proxy* do crescimento das empresas. Karakoç (2022) afirma que o investimento nos ativos tangíveis e intangíveis, que efetivamente reforçam a capacidade empresarial, pode dar provas concretas sobre a relação entre o crescimento das empresas e o crédito comercial. Por conseguinte, na parte empírica do seu estudo, o investimento foi utilizado como medida do crescimento.

Neste estudo o investimento é dado pelo logaritmo do rácio entre a variação de capital fixo mais as amortizações no período atual sobre o total de ativo do período anterior. Espera-se que as empresas com maior taxa de crescimento apresentem um investimento positivo.

$$\text{INVESTMENT}_{i,t} = \text{LN} \left(\frac{\text{Ativo Fixo}_{i,t} - \text{Ativo Fixo}_{i,t-1} + \text{Amortizações}_{i,t}}{\text{Ativo}_{t-1}} \right)$$

2.2.3.5. SCORE

Este estudo utiliza o World Governance Indicators (WGI) como medida do nível de proteção dos investidores específico do país-ano. Os WGI incluem seis indicadores de governação, nomeadamente a voz e responsabilidade, estabilidade política e ausência de violência/terrorismo, eficácia do governo, qualidade da regulamentação, estado de direito e controlo da corrupção. Estes indicadores foram desenvolvidos por (Kaufmann et al., 2009) e tem sido utilizado em diversos estudos (por exemplo: Pevzner et al., 2015; Levine et al., 2018; Cline e Williamson, 2020; Chauhan et al., 2022) como medida de governação empresarial a nível nacional devido à consistência da medição dos países.

Pevzner et al. (2015) fizeram corresponder os valores culturais às variáveis de estudo ao nível da empresa, consideraram, portanto, o indicador estado de direito. Concluíram que o efeito positivo da confiança da sociedade nas reações dos investidores às notícias sobre lucros é mais pronunciado quando a proteção dos investidores e os requisitos de divulgação de informação de um país são mais fracos.

Levine et al. (2018) tiveram em atenção a possível correlação entre a confiança e a qualidade das instituições legais, regulamentares e políticas formais, algo que os poderia confundir aquando de identificar o impacto da confiança social na resiliência das empresas. Desta forma, optaram por incluir no estudo as variáveis de controlo Estado de direito e qualidade

institucional. Acabando por concluir que estas variáveis de controlo não têm impacto na facilitação do crédito comercial, mas sim a confiança social.

Cline & Williamson (2020) consideraram importante incluir uma variável que capta a perceção e a confiança de que as pessoas cumprem as regras da sociedade. Os autores concluíram que à medida que os países se tornam altamente regulamentados, a importância da confiança é menos consistente. A confiança torna-se cada vez mais importante, substituindo os elevados níveis de regulamentação. Chauhan et al. (2022) recorreram a uma variável *Score* para medirem a qualidade das instituições formais a nível nacional. Examinando o efeito cumulativo dos seis índices do WGI numa só variável, ou seja, a primeira componente principal da governação. Os autores observaram uma correlação negativa entre a variável confiança está negativamente correlacionada com a *Score*, o que sugere um efeito de substituição entre a confiança da sociedade e as instituições formais.

Este estudo segue o artigo de Chauhan et al. (2022) com uma variável de controlo *Score* que agrupa os seis indicadores World Governance Indicators.

2.2.3.6. Confiança Social

Alguns autores já analisaram a relação entre a confiança social, o crescimento das empresas e a confiança social (por exemplo, Xu et al., 2023; Wu et al., 2014).

Xu et al. (2023) confirmaram que, nas empresas que enfrentam restrições de financiamento externo, a utilização do crédito comercial tem um maior impacto positivo no crescimento das vendas nos países onde a confiança é mais prevalecente. Os autores estimaram a confiança herdada com dados do *General Social Survey*. A pergunta que utilizaram para medir a atitude em relação à confiança foi a seguinte: "De um modo geral, diria que se pode confiar nas pessoas ou que é preciso ter muito cuidado ao lidar com elas?". A partir das respostas criaram uma variável *dummy*.

Na mesma ótica, Wu et al. (2014) afirmam que as empresas com taxas de crescimento mais elevadas têm menos acesso ao financiamento formal devido aos seus registos comerciais menos estabelecidos. Por conseguinte, a confiança social tende a ter um efeito mais forte na utilização do crédito comercial para as empresas com rácios de ativos fixos mais baixos e taxas de crescimento mais elevadas. Para poderem analisar esta relação, os autores obtiveram a variável confiança através do *Chinese Enterprise Survey System* e o do *China General Social Survey*. O nível de confiança foi avaliado através de duas *proxies* que derivaram das respostas aos questionários anteriormente referidos.

Neste estudo, a variável confiança foi obtida através das respostas à pergunta do World Value Survey: “De um modo geral, diria que se pode confiar na maioria das pessoas ou que é preciso ter muito cuidado ao lidar com as pessoas?”. Recodificamos a resposta a esta pergunta para 1 se um participante no inquérito declarar que se pode confiar na maioria das pessoas e para 0 caso contrário e, em seguida, calculamos a média da resposta em cada ano do país. Esta forma de obter a variável de controlo vem na sequência de estudos anteriores como Pevzner et al. (2015), La Porta et al. (1997), Guiso et al. (2008) e P. Huang et al. (2021). Espera-se que haja uma relação positiva entre a confiança social e o crescimento das empresas.

Crescimento das empresas: a influência do crédito comercial e da confiança social

Tabela 2 - Definição das variáveis do estudo

Acrónimo	Variável	Medição
GROWTH	Crescimento das empresas	Função logarítmica da fração entre as vendas do período em análise menos o período anterior e as vendas do período anterior
TRADECREDIT	Crédito comercial recebido	Função logarítmica do rácio entre fornecedores e o ativo total
BANKDEBT	Alavancagem financeira	Função logarítmica do rácio entre a dívida de longo e curto prazo e o ativo total
CASH FLOW	Fluxos de Caixa	Rácio entre o resultado líquido mais as depreciações/amortizações e o ativo total
CFV	Volatilidade dos Fluxos de Caixa	Desvio padrão dos fluxos de caixa nos três anos anteriores ao período em análise
SIZE	Dimensão da empresa	Função Logarítmica do volume de negócios
INVESTMENT	Investimento	Função logarítmica da fração entre o ativo do presente ano menos o ativo do período anterior mais as amortizações e o ativo total
SCORE	Score	Score agrupa os seis indicadores World Governance Indicators
TRUST	Confiança Social	Variável obtida através das respostas à pergunta do <i>World Value Survey</i> : “De um modo geral, diria que se pode confiar na maioria das pessoas ou que é preciso ter muito cuidado ao lidar com as pessoas?”

Fonte: Elaboração própria

2.3. Método de Estimação

A metodologia usada para testar as hipóteses colocadas foi a metodologia de dados em painel, utilizando o software econométrico STATA versão 16.

De acordo com Wooldridge (2002) este tipo de metodologia permite analisar, em simultâneo, as variações das variáveis ao longo do tempo e entre diferentes indivíduos (que no caso deste estudo são as empresas). Pode-se dizer que os Dados em Painel são uma combinação de dados *cross-section* (várias empresas) e *time series* (ao longo de um dado período de tempo).

Segundo o estudo de Baltagi (2008) e Gujarati e Porter (2011) uma das vantagens da estimação com dados em painel é a relevação da heterogeneidade da análise dos indivíduos. Outra vantagem é o facto deste tipo de estimação oferecer mais informação e variabilidade, uma vez que combinam séries temporais e dados *cross-section*. Isto levará à redução da colinearidade entre as variáveis.

O painel de dados proposto é um painel balanceado porque todas as unidades de informação são observadas em todos os períodos em estudo. No caso em questão, o acompanhamento das unidades de informação é feito ao longo de todo o período em estudo, sem que exista qualquer unidade que saia do painel antes de terminar o intervalo temporal da amostra (Greene, 2008).

Por norma, ao aplicarmos a metodologia em dados painel irão ser estimados o modelo *pooled* com base no método dos mínimos quadrados (i.e., *pooled OLS*), o modelo de efeitos fixos (FE) e o modelo dos efeitos aleatórios (RE). A escolha do modelo mais adequada será feita com base na estatística dos testes Breusch-Pagan, VIF e Hausman (1978).

Um modelo genérico de dados em painel pode escrever-se da seguinte forma:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1i,t-1} + \beta_2 X_{2i,t-1} + \dots + \varepsilon_{it},$$

Onde:

β_0 é a constante dos modelos; β_k são os coeficientes do modelo; $i = 1, \dots, N$ (N indivíduos); $t = 1, \dots, T$ (T períodos de tempo); $\varepsilon_{i,t}$ é denominado erro idiossincrático; $N \cdot T$ o número total de observações; Y_{it} é a variável dependente; X_{it} representa as k variáveis explicativas

Irão ser realizados três testes estatísticos para validar esta metodologia:

2.3.1. Teste Breusch-Pagan: efeitos aleatórios *versus pooled*

O teste Breusch-Pagan é utilizado para determinar se a heterocedasticidade está ou não presente no modelo de regressão simples. Este teste é utilizado para decidir qual dos Modelos é o mais apropriado: o modelo *pooled OLS* (H0) ou modelo de efeitos aleatórios GLS (H1).

Para a realização do teste formulam-se duas hipóteses:

$H_0: \sigma^2_{\eta} = 0$ (constante comum – pooled OLS)

$H_1: \sigma^2_{\eta} \neq 0$ (efeitos aleatórios – GLS).

A hipótese nula defende que a homocedasticidade está presente. A suposição de homocedasticidade implica que a variância do erro é constante.

Na hipótese alternativa, a heterocedasticidade está presente, considerando que as variâncias de erro são uma função multiplicativa de uma ou mais variáveis.

Se o valor p do teste for inferior a um determinado nível de significância, rejeitamos a hipótese nula e concluímos que a heterocedasticidade está presente no modelo de regressão – optando pelo modelo de efeitos aleatórios.

A estatística de teste Breusch-Pagan foi a seguinte: $LM = 4006.52$ com valor $p = \text{prob}(\text{qui-quadrado}(1) > 4006.52) = 0,000$, em que um valor p baixo contraria a hipótese nula de que o modelo Mínimos Quadrados (OLS) agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos aleatórios.

2.3.2. Teste VIF

O teste do fator de inflação da variância (VIF) é utilizado para detetar a existência de multicolinearidade num modelo de regressão. A colinearidade acontece quando as variáveis explicativas apresentam uma alta correlação entre si. Esta correlação não é esperada, uma vez que se tratam de variáveis independentes.

Geralmente, um VIF superior a 4 indica que pode existir multicolinearidade, sendo necessária uma investigação mais aprofundada. Quando o VIF é superior a 10, existe uma multicolinearidade significativa que tem de ser corrigida.

O VIF é igual a 1 se o regressor não estiver correlacionado com os outros regressores e superior a 1 em caso de correlação diferente de zero. Quanto maior for o VIF, maior é o grau de multicolinearidade.

Os valores para o teste VIF e a tolerância estão apresentados na tabela 3.

Tabela 3 - Teste VIF

Variable	VIF	1/VIF
DTRUST1TCR-S		
L1.	3.26	0.307062
DTRUST1		
L1.	2.76	0.361868
TRADECREDI-1		
L1.	1.88	0.530571
LNSIZE2		
L1.	1.36	0.735449
CASHFLOW1		
L1.	1.19	0.842055
BANKDEBT1		
L1.	1.17	0.851887
SCORE		
L1.	1.14	0.879586
CFV1		
L1.	1.13	0.884240
INVESTMENT1		
L1.	1.04	0.965783
Mean VIF	1.66	

Fonte: Elaboração própria

Verifica-se que todos os valores do VIF são menores que dez e os valores da tolerância são próximos de um, pelo que podemos concluir pela ausência de problemas de multicolinearidade.

2.3.3. Teste Hausman: efeitos fixos *versus* efeitos aleatórios

O teste de Hausman é utilizado para decidir qual dos modelos é o mais apropriado: o modelo de efeitos aleatórios ou o modelo de efeitos fixos. Sendo que se o teste rejeitar a hipótese nula, o modelo de Efeitos Fixos é o mais adequado.

Para a realização do teste formulam-se duas hipóteses:

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

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

A hipótese nula pressupõe que os estimadores do modelo com efeitos aleatórios são consistentes e eficientes. A hipótese alternativa defende que os estimadores com efeitos aleatórios são não consistentes, mas os estimadores com efeitos fixos são consistentes.

Se o valor p for baixo contraria a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é consistente, validando a hipótese alternativa da existência do modelo de efeitos fixos.

Os resultados do teste Hausman estão apresentados na tabela 4.

Uma conclusão de que $p < 0,05$ é tomada como evidência de que, a níveis convencionais de significância, os dois modelos são suficientemente diferentes para rejeitar a hipótese nula e, portanto, para rejeitar o modelo de efeitos aleatórios em favor do modelo de efeitos fixos.

De acordo com a especificação atual, a hipótese inicial de que os efeitos a nível individual são adequadamente modelados por um modelo de efeitos aleatórios é rejeitada de forma retumbante.

Tabela 4 - Teste de Hausman

	Coefficients			sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) .	(b-B) Difference	
DTRUST1				
L1.	0,0248885	-0,0128996	0,0377881	0,0042175
DTRUST1TCR~S				
L1.	-0,1395516	-0,0401555	-0,0993961	0,037953
TRADECREDI~1				
L1.	0,4068479	0,039384	0,3674639	0,0347674
BANKDEBT1				
L1.	0,1201388	0,0260626	0,0940762	0,0094799
CASHFLOW1				
L1.	-0,1009327	0,023201	-0,1241336	0,0137304
CFV1				
L1.	-0,2366863	-0,2840837	0,0473974	0,0367829
LNSIZE2				
L1.	-3,882786	-0,0977665	-3,785019	0,0489415
INVESTMENT1				
L1.	0,0925901	0,1174232	-0,0248332	0,0012949
SCORE				
L1.	0,0943243	0,0496412	0,0446831	0,0006179
d2	-0,0300638	-0,0484334	0,0183696	0,0002287
d3	-0,009051	-0,02405	0,014999	0,0002113
d4	-0,0057017	-0,0221248	0,0164231	0,0002483
d5	0,0869588	0,1018117	-0,0148529	0,0002574
d6	-0,0435538	-0,02517	-0,0183839	0,0002587
d8	-0,0544873	-0,0497527	-0,0047346	0,0002266
d9	-0,0123002	0,0013227	-0,0136229	0,0003441

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2}(7) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 8120.19 \\ \text{Prob}>\text{chi2} &= 0.0000 \\ & (V_b-V_B \text{ is not positive definite}) \end{aligned}$$

Fonte: Elaboração própria

2.4. Modelo Empírico

2.4.1. Modelo global de explicação do crescimento das empresas

Face ao exposto na secção anterior, o modelo escolhido é o de efeitos fixos, seguindo os estudos de Tingbani et al. (2022) e de McGuinness et al. (2018).

Considerando a utilização do modelo de estimação evidenciado anteriormente, a sua fórmula de estimação é:

$$\text{GROWTH}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{TRADECREDITORS}_{i,t} + \beta_2 \text{BANKDEBIT}_{i,t} + \beta_3 \text{CASHFLOW}_{i,t} + \beta_4 \text{CFV}_{i,t} + \beta_5 \text{LNSIZE}_{i,t} + \beta_6 \text{INVESTMENT}_{i,t} + \beta_7 \text{SCORE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

$\text{GROWTH}_{i,t}$ é o crescimento da empresa i (variável dependente) no momento t . β_0 é a constante dos modelos, $X_{i,t}$ representa as variáveis independente e de controlo apresentadas anteriormente e $\varepsilon_{i,t}$ o termo de erro individual.

2.4.2. Modelo alternativo com a variável Confiança

Este modelo difere-se apenas pela introdução da variável confiança (TRUST).

$$\text{GROWTH}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{TRUST}_{i,t} + \beta_2 \text{TRADECREDITORS}_{i,t} + \beta_3 \text{BANKDEBIT}_{i,t} + \beta_4 \text{CASHFLOW}_{i,t} + \beta_5 \text{CFV}_{i,t} + \beta_6 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_7 \text{INVESTMENT}_{i,t} + \beta_8 \text{SCORE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

$\text{GROWTH}_{i,t}$ é o crescimento da empresa i (variável dependente) no momento t . β_0 é a constante dos modelos, $X_{i,t}$ representa as variáveis independente e de controlo apresentadas anteriormente e $\varepsilon_{i,t}$ o termo de erro individual.

3. Apresentação e Discussão dos Resultados Obtidos

Esta secção tem com o objetivo analisar a correlação entre as variáveis, a estatística descritiva e também discutir os resultados obtidos nos modelos.

3.1. Teste de correlação de Pearson

O teste de correlação de Pearson mede as relações entre duas variáveis contínua, sendo utilizado neste estudo para analisar a associação entre as variáveis dependente, independente e de controlo.

Os coeficientes de correlação de Pearson são apresentados na tabela 3 para todas as variáveis contínuas incluídas no teste para testar a associação entre crédito comercial, o crescimento das empresas. Os resultados da correlação indicam uma relação significativa positiva entre o crédito comercial e crescimento ao nível de 1%.

Através dos resultados da matriz de correlação é possível destacar a correlação negativa entre a variável explicativa TRADECREDIT e as variáveis de controlo BANK DEBT, CASH FLOW, INVESTMENT, TRUST- um aumento do crédito comercial está associado a uma diminuição da dívida bancária, dos cash flows e do investimento. Por outro lado, a relação entre TRADECREDIT e SIZE apresenta um coeficiente positivo - as empresas de maiores dimensões recorrem mais ao crédito comercial. O coeficiente de correlação de TRUST e LN GROWTH apresenta um sinal negativo.

Para cada uma das estimativas apresentadas, as correlações entre as variáveis independentes são reduzidas - abaixo dos 30% (Aivazian et al., 2005) – pelo que a precisão das estimativas não parece ser fortemente afetada por correlações elevadas entre os regressores e a sua inclusão na análise não criará o problema de multicolinearidade.

Crescimento das empresas: a influência do crédito comercial e da confiança social

Tabela 5 - Matriz de Correlação de Pearson

	LNGROW	TRUST	TRADEC	BANKDE	CASHFL	CFV	LNSIZE	INVEST	SCORE
LNGROWTH	1,0000								
TRUST1	-0,0011	1,0000							
TRADECREDIT	0,7719		1,0000						
BANKDEBT	0,0355	-0,0291	0,0000	1,0000					
CASHFLOW	0,0266	0,0701	-0,0145	0,0001	1,0000				
CFV	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	-0,1730	1,0000			
LNSIZE	0,2304	0,0851	-0,0693	0,2419	0,0000	-0,1165	1,0000		
INVESTMENT	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	-0,2758	1,0000	
SCORE	0,0690	0,1116	0,0045	0,2716	0,1772	0,0000	0,0000	0,0837	1,0000
	0,0000	0,0000	0,2277	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
	0,3012	0,0394	-0,0590	0,0364	0,0298	-0,0282	0,0837	1,0000	
	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	1,0000
	-0,0958	-0,0389	-0,0387	-0,1058	0,1134	0,0185	-0,0845	-0,1567	0,0000
	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Fonte: Elaboração própria

3.2. Estatística Descritiva

Antes de testar as hipóteses formuladas anteriormente através da aplicação da metodologia de dados de painel e para uma melhor compreensão das características e do comportamento das variáveis estudadas, nesta subsecção são apresentadas e analisadas as estatísticas descritivas para todas as variáveis utilizadas na amostra.

Através da tabela 5, pode-se concluir que apenas a variável investimento apresenta uma média negativa. Em relação ao desvio padrão verifica-se que este valor é maior para as variáveis SCORE e INVESTMENT. Esta medida de variação foi calculada para verificar qual é a variação dos valores que estamos a analisar em relação à média. Concluindo que estas duas variáveis apresentam um comportamento volátil, uma vez que o seu desvio padrão é superior à média.

Ainda que a volatilidade de cada uma das variáveis não possuem valores elevados, verifica-se que existem diferenças relevantes entre os valores mínimos e máximos, assumindo singular relevância para a investigação. As diferenças mais significativas observam-se nas variáveis SCORE, LNGROWTH e INVESTMENT.

Os resultados mostram que, em média, as empresas crescem (LNGROWTHREV) cerca de 3%. Já no que respeita ao crédito comercial, o quadro indica que o crédito comercial recebido (TRADECREDIT) representa cerca de 9% do total do ativo das empresas.

A variável BANKDEBT ronda em média os 31%, quer isto dizer que as empresas por cada 100 unidades de ativo têm em média 31 de unidades de passivo.

Crescimento das empresas: a influência do crédito comercial e da confiança social

Tabela 6 - Estatística Descritiva

Variável	TRUST	SCORE	LNGROWTH	TRADE CREDIT	BANKDEBT	CASH FLOW	CFV	LNSIZE	INVESTMENT
Média	0,3817	0,2594	0,0268	0,0909	0,3091	0,0662	0,0246	3,0256	-0,0074
Desvio Padrão	0,092	0,6365	0,1987	0,0716	0,1711	0,0662	0,0229	0,0923	0,2594
Mínimo	0,0853	-1,4588	-0,5798	0,001	0,0253	-0,1289	0,0016	2,7991	-0,5122
Percentil 2,5%	0,2346	-1,4316	-0,4367	0,0033	0,0407	-0,1139	0,002	2,8461	-0,4687
Percentil 25%	0,3369	-0,0143	-0,0746	0,037	0,1702	0,0342	0,0087	2,9624	-0,1382
Percentil 50%	0,3527	0,4357	0,0238	0,0729	0,2986	0,0649	0,0166	3,0227	-0,0466
Percentil 75%	0,4506	0,6739	0,1265	0,1263	0,4293	0,1	0,0322	3,0887	0,0605
Percentil 75%	0,638	1,0505	0,5249	0,2897	0,6749	0,2184	0,0948	3,213	0,8664
Máximo	0,7451	1,5005	0,5596	0,32	0,7501	0,2419	0,1006	3,2408	1,0468

Fonte: Elaboração própria

3.3. Discussão de resultados

Nesta subsecção serão apresentados os resultados estimados dos diversos modelos de regressão, dando relevância aos mesmos como resposta às hipóteses de investigação previamente definida.

Tabela 7 - Resumo dos sinais dos coeficientes

Variável	Sinal Esperado	Sinal Obtido
TRADE CREDIT	+	+
BANK DEBT	+	+
CASH FLOW	?	-
CFV	-	-
LNSIZE	-	-
INVESTMENT	+	+
SCORE	+	+
TRUST	+	+

Fonte: Elaboração própria

Crescimento e crédito comercial

A tabela 8 reporta os coeficientes estimados da relação entre o crédito comercial e o crescimento das empresas.

Os resultados sugerem que o crédito comercial tem uma influência positiva e significativa no crescimento das empresas, sugerindo que esta alternativa de financiamento é, de facto, relevante para as oportunidades de crescimento das empresas. Desta forma, confirma-se a hipótese H1 deste estudo. Por outras palavras, um alargamento dos prazos de pagamento está associado a um crescimento rápido das empresas (Lefebvre, 2023). Este resultado já foi reportado na literatura por diversos autores, por exemplo, Ferrando e Mulier (2013), Karakoç (2022) e Bougheas et al. (2009b). A tabela 8 permite concluir que as empresas com o objetivo de aumentar o crescimento de vendas optam pela estratégia de receber mais crédito dos seus fornecedores. E, tal como mencionado anteriormente, o conhecimento por parte dos

Crescimento das empresas: a influência do crédito comercial e da confiança social

fornecedores sobre a vontade dos gestores de aumentarem as vendas das empresas, leva a esta relação positiva (Karakoç, 2022; Petersen e Rajan, 1997). Isto é, os fornecedores têm o conhecimento sobre as oportunidades dos seus parceiros, e podem reposicionar-se em conformidade para tirar partido delas. Assim, as empresas com melhores oportunidades de crescimento podem receber um tratamento favorável recebendo mais crédito comercial.

Contrariamente, a relação entre o crescimento e a dimensão da empresa é negativa. Este resultado vai de encontro aos dados existentes na literatura, que argumentam que a volatilidade do crescimento das empresas diminui com a sua dimensão (por exemplo: Rahaman, 2011). Confirma-se o argumento de que as empresas mais pequenas têm uma maior capacidade de se adaptarem a ambientes de negócios em constante mudança e, como resultado, crescem mais rapidamente (Tingbani et al., 2022). À medida que as empresas vão crescendo, as oportunidades de crescimento vão diminuindo.

A dívida financeira a curto e longo prazo apresenta um coeficiente positivo, confirmando a teoria de que o crédito financeiro e o empréstimo bancário podem ser complementares (Biais e Gollier, 1997). E, o facto de os fornecedores cederem crédito aos seus clientes, indica que os mesmos apresentam ter qualidade de crédito. Desta forma, para as empresas é possível obterem financiamento para o crescimento das vendas através do crédito comercial e do empréstimo bancário. O sinal do coeficiente da alavancagem financeira vai de encontro ao estudo de Tingbani et al. (2022). Segundo os autores, as empresas com maior alavancagem financeira podem ter um potencial de crescimento maior, mas também estão expostas a um risco financeiro maior.

Os resultados permitem concluir que os cash flows gerados internamente pelas empresas não contribuem de forma positiva para o seu crescimento. Confirmando a teoria Trade-Off, o crescimento da empresa passa uma boa imagem aos investidores, o que os poderá levar a injetar mais capital. Por conseguinte, a empresa não terá necessidade de recorrer aos fluxos de caixa para poder crescer. O sinal negativo do coeficiente da variável cash flow poderá também indicar que existe um problema de agência nas empresas, isto é, os gestores investem os fluxos de caixa em crédito comercial em vez de distribuir os lucros aos accionistas (Jensen, 1986).

Crescimento das empresas: a influência do crédito comercial e da confiança social

Também foi possível concluir que, o investimento contribui de forma positiva para o crescimento das empresas. Estas conclusões vão de encontro à teoria neoclássica do investimento, em que as decisões de investimento são tomadas com base nas vendas. Logo, se há crescimento das vendas há um crescimento no investimento. Com a conquista do mercado, as oportunidades de investimento aumentam o que levará as empresas a concretizá-las (Serrasqueiro et al., 2007).

Crescimento das empresas: a influência do crédito comercial e da confiança social

Tabela 8 – Modelo geral

LNGROWTH	Robust					[95% Conf. Interval]
	Coef.	Std. Err.	t	P> t		
TRADECREDITORS1						
L1.	0,3306088	0,0423785	7,80	0,000	0,2475347	0,413683
BANKDEBT1						
L1.	0,1187966	0,015414	7,71	0,000	0,0885807	0,1490125
CASHFLOW1						
L1.	-0,1006065	0,0246591	-4,08	0,000	-0,1489455	-0,0522674
CFV1						
L1.	-0,2341545	0,0678434	-3,45	0,001	-0,3671474	-0,1011616
LNSIZE2						
L1.	-3,870201	0,0976163	-39,65	0,000	-4,061557	-3,678845
INVESTMENT1						
L1.	0,0922516	0,0041017	22,49	0,000	0,0842111	0,1002922
SCORE						
L1.	0,0923784	0,0054349	17,00	0,000	0,0817244	0,1030324
d2	-0,0301765	0,0026782	-11,27	0,000	-0,0354266	-0,0249263
d3	-0,0090155	0,0023017	-3,92	0,000	-0,0135275	-0,0045035
d4	-0,0055991	0,0023312	-2,40	0,016	-0,010169	-0,0010293
d5	0,0871548	0,0024093	36,17	0,000	0,0824319	0,0918777
d6	-0,0434141	0,0023303	-18,63	0,000	-0,0479823	-0,038846
d8	-0,0546086	0,0025313	-21,57	0,000	-0,0595707	-0,0496465
d9	-0,0104148	0,0027418	-3,80	0,000	-0,0157896	-0,0050401
_cons	11,66366	0,2931818	39,78	0,000	11,08894	12,23838
sigma_u	0,36310003					
sigma_e	0,17685001					
rho	0,80826143	(fraction of variance due to u_i)				

Fonte: Elaboração própria

Crescimento, crédito comercial e confiança

Na análise empírica seguinte, investigamos o efeito da confiança social na relação entre o crescimento das empresas e o crédito comercial. Uma vez que alguns estudos já analisaram a influência da confiança social na utilização de crédito comercial, considerou-se importante estimar o efeito na análise entre o crescimento das empresas e o crédito comercial. O novo modelo de regressão encontra-se na tabela 9.

Seguindo o resultado esperado, o crescimento das empresas, tudo o resto constante, é maior nos países com maior nível de confiança entre os cidadãos, permitindo aceitar a hipótese H2 do estudo. Este resultado vai de encontro ao estudo de Xu et al. (2023), de Zak e Knack (2001) e Wu et al. (2014).

A confiança social facilita a partilha fiável de informações, o que leva à redução da assimetria de informação. Por sua vez, a partilha vai permitir que os fornecedores estejam mais confiantes em ceder crédito, ou seja, a confiança promove a utilização do crédito comercial por parte das empresas. A utilização do crédito comercial leva, por sua vez, a um crescimento de vendas, como já foi concluído com a análise da H1.

Quando há elevados níveis de confiança, há um maior desenvolvimento de mercado de capitais, uma vez que há a crença de que as empresas são mais propensas a divulgar informações precisas e honestas (Pevzner et al. 2015). Desta forma, há uma maior facilidade em financiar novas oportunidades de crescimento.

Com a introdução da variável TRUST podemos concluir que as restantes variáveis mantêm os coeficientes.

Crescimento das empresas: a influência do crédito comercial e da confiança social

Tabela 9 - Modelo de Regressão alternativo

LNGROWTH	Robust					[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.	t	P> t			
TRUST1							
L1.	0,8649907	0,0923703	9,36	0,000	0,6839179	1,046064	
TRADECREDITORS1							
L1.	0,3211712	0,0424624	7,56	0,000	0,2379325	0,4044099	
BANKDEBT1							
L1.	0,1140626	0,0154475	7,38	0,000	0,083781	0,1443442	
CASHFLOW1							
L1.	-0,098094	0,0246	-3,99	0,000	-0,1463172	-0,0498707	
CFV1							
L1.	-0,2479394	0,0676394	-3,67	0,000	-0,3805324	-0,1153464	
LNSIZE2							
L1.	-3,912572	0,0969551	-40,35	0,000	-4,102632	-3,722511	
INVESTMENT1							
L1.	0,093752	0,0041037	22,85	0,000	0,0857076	0,1017964	
SCORE							
L1.	0,0914449	0,0053989	16,94	0,000	0,0808614	0,1020284	
d2	-0,030781	0,0026775	-11,50	0,000	-0,0360296	-0,0255324	
d3	-0,009323	0,0023045	-4,05	0,000	-0,0138405	-0,0048056	
d4	-0,0057255	0,0023306	-2,46	0,014	-0,0102941	-0,0011569	
d5	0,0872567	0,00241	36,21	0,000	0,0825325	0,091981	
d6	-0,0429525	0,0023226	-18,49	0,000	-0,0475054	-0,0383995	
d8	-0,0535418	0,0025228	-21,22	0,000	-0,0584873	-0,0485963	
d9	-0,0088281	0,0027406	-3,22	0,001	-0,0142004	-0,0034558	
_cons	11,46428	0,2947989	38,89	0,000	10,88639	12,04217	
sigma_u	0,36532712						
sigma_e	0,17664485						
rho	0,81050639	(fraction of variance due to u_i)					

Fonte: Elaboração própria

Crescimento das empresas: a influência do crédito comercial e da confiança social

Após estes resultados, considerou-se interessante analisar se o contributo do crédito obtido de fornecedores para o crescimento das empresas poderá diferenciar consoante o nível de confiança social. Num novo modelo (tabela 10) conclui-se que, o coeficiente de interação TRUSTTCREDITOR apresenta um sinal negativo.

Este resultado permite concluir que a influência do crédito de fornecedores para o crescimento das empresas é menor nos países com maior nível de confiança entre os cidadãos. Com um aumento pouco significativo do coeficiente da variável BANKDEBT, podemos justificar que as empresas num contexto de níveis elevados de confiança têm uma maior probabilidade de obter financiamento de outras fontes, como por exemplo crédito bancário.

Numa outra perspectiva, o crédito comercial por vezes é utilizado como forma de garantir a qualidade dos produtos (Long et al., 1993). Num ambiente em que há confiança social – onde os clientes tendem a acreditar que os produtos têm qualidade e vão de encontro ao expectável - este benefício do crédito de fornecedores poderá ser mais fraco. Ou seja, as empresas são mais propensas de comprar a fornecedores com boa reputação. Isto pode levar à de garantia de qualidade dos produtos, reduzindo a necessidade de crédito comercial.

Crescimento das empresas: a influência do crédito comercial e da confiança social

Tabela 10 - GROWTH, TRUST e TRUSTTCREDIT

LNGROWTH	Robust					[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.	t	P> t			
DTRUST1							
L1.	0,0248885	0,0075814	3,28	0,001	0,0100268	0,0397502	
DTRUST1TCREDITORS							
L1.	-0,1395516	0,0507216	-2,75	0,006	-0,2389808	-0,0401224	
TRADECREDITORS1							
L1.	0,4068479	0,046984	8,66	0,000	0,3147455	0,4989503	
BANKDEBT1							
L1.	0,1201388	0,0154362	7,78	0,000	0,0898794	0,1503982	
CASHFLOW1							
L1.	-0,1009327	0,0246723	-4,09	0,000	-0,1492977	-0,0525676	
CFV1							
L1.	-0,2366863	0,0678246	-3,49	0,000	-0,3696424	-0,1037302	
LNSIZE2							
L1.	-3,882786	0,0977463	-39,72	0,000	-4,074397	-3,691175	
INVESTMENT1							
L1.	0,0925901	0,0041174	22,49	0,000	0,0845187	0,1006614	
SCORE							
L1.	0,0943243	0,0056321	16,75	0,000	0,0832837	0,1053649	
d2	-0,0300638	0,0026778	-11,23	0,000	-0,0353131	-0,0248144	
d3	-0,009051	0,0023008	-3,93	0,000	-0,0135612	-0,0045408	
d4	-0,0057017	0,0023305	-2,45	0,014	-0,0102702	-0,0011332	
d5	0,0869588	0,0024083	36,11	0,000	0,0822377	0,0916798	
d6	-0,0435538	0,0023293	-18,70	0,000	-0,0481199	-0,0389878	
d8	-0,0544873	0,0025275	-21,56	0,000	-0,059442	-0,0495326	
d9	-0,0123002	0,0029875	-4,12	0,000	-0,0181565	-0,0064438	
_cons	11,68764	0,2934315	39,83	0,000	11,11243	12,26285	
sigma_u	0,36274589						
sigma_e	0,1768301						
rho	0,80799374	(fraction of variance due to u_i)					

Fonte: Elaboração própria

Crescimento das empresas: a influência do crédito comercial e da confiança social

Após estas novas conclusões, coloca-se a questão: o crédito obtido junto das instituições financeiras terá um efeito maior no crescimento das empresas num contexto com maior nível de confiança entre os cidadãos? Num novo modelo de regressão, o coeficiente de interação TRUSTBANKDEBT apresenta um sinal positivo, o que confirma a questão colocada (tabela 11).

Alguns autores já tinham estudado a influência de um meio com confiança social no financiamento bancário (Guiso et al., 2004; Wu et al., 2014; Álvarez-Botas e González, 2021). Estes estudos ditam que a confiança estabelece a credibilidade entre as contrapartes, reduzindo assim os custos de financiamento. Isto porque a confiança estabelece a credibilidade entre as contrapartes, o que reduz o risco de insolvência. Por conseguinte, nos países com níveis elevados de confiança, as instituições bancárias estão dispostas a conceder crédito com condições favoráveis, pois têm mais confiança de que serão liquidados.

Os resultados permitem concluir que as empresas em contextos de confiança têm mais opções de financiamento disponíveis, podem obter empréstimos bancários com taxas de juros mais baixas, ou podem negociar prazos de pagamento mais longos com seus fornecedores. Por conseguinte, terão mais flexibilidade para aumentar as vendas.

Crescimento das empresas: a influência do crédito comercial e da confiança social

Tabela 11 - GROWTH, TRUST e TRUSTBANKDEBT

LNGROWTHREV1	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TRADECREDITORS1						
L1.	0,3261025	0,0424875	7,68	0,000	0,2428146	0,4093904
DTRUST1						
L1.	-0,0054454	0,0074367	-0,73	0,464	-0,0200235	0,0091327
DTRUST1BANKDEBT1						
L1.	0,053274	0,02212	2,41	0,016	0,0099124	0,0966357
BANKDEBT1						
L1.	0,0860227	0,0193158	4,45	0,000	0,0481581	0,1238873
CASHFLOW1						
L1.	-0,0996858	0,0246832	-4,04	0,000	-0,1480721	-0,0512995
CFV1						
L1.	-0,2354542	0,0678156	-3,47	0,001	-0,3683926	-0,1025158
LNSIZE2						
L1.	-3,879585	0,0975681	-39,76	0,000	-4,070847	-3,688323
INVESTMENT1						
L1.	0,092683	0,0041205	22,49	0,000	0,0846057	0,1007604
SCORE						
L1.	0,0943901	0,0056394	16,74	0,000	0,0833351	0,105445
d2	-0,0303011	0,0026784	-11,31	0,000	-0,0355516	-0,0250506
d3	-0,0091948	0,0023002	-4,00	0,000	-0,0137038	-0,0046857
d4	-0,0056894	0,00233	-2,44	0,015	-0,0102569	-0,0011219
d5	0,0870467	0,0024087	36,14	0,000	0,0823251	0,0917684
d6	-0,0434904	0,0023299	-18,67	0,000	-0,0480578	-0,0389231
d8	-0,0541112	0,0025333	-21,36	0,000	-0,0590773	-0,0491451
d9	-0,0117926	0,0029962	-3,94	0,000	-0,017666	-0,0059192
_cons	11,69622	0,2929705	39,92	0,000	11,12191	12,27053
sigma_u	0,36285532					
sigma_e	0,17683166					
rho	0,80808458	(fraction of variance due to u_i)				

4. Conclusão

Esta dissertação teve como objetivo estudar alguns determinantes do crescimento das empresas. O estudo avalia o impacto do crédito comercial no crescimento das empresas através de quatro modelos empíricos. Em primeiro lugar, foi analisada a relação entre o crédito de fornecedores e o crescimento das empresas. Segundo, incluiu-se a variável confiança para determinar a sua influência no crescimento. Em terceiro lugar, analisou-se o contributo do crédito obtido de fornecedores para o crescimento das empresas consoante o nível de confiança social. Por último, estudou-se o efeito do crédito obtido junto das instituições financeiras no crescimento das empresas, num contexto com maior nível de confiança entre os cidadãos.

Para alcançar os resultados, foi aplicado o modelo de regressão de dados em painel com efeitos fixos para uma amostra de 64.980 observações num período de 2013 a 2021. Para confirmar a escolha da metodologia recorreu-se aos testes Breusch-Pagan e Hausman.

Os resultados deste estudo oferecem evidência empírica para a literatura académica relacionada com o crédito comercial e o crescimento das empresas. Em primeiro lugar, o estudo revela que existe uma influência significativa positiva entre o crédito comercial e o crescimento das empresas. Sendo, desta forma, possível concluir que esta alternativa de financiamento é relevante na implementação das oportunidades de crescimento. Por outro lado, a interação entre o crescimento e a dimensão concluiu-se ser negativa, ou seja, à medida que as empresas vão crescendo, as oportunidades de crescimento vão diminuindo. Foi também possível observar que a dívida financeira apresentou um coeficiente positivo, confirmando a teoria de que o crédito financeiro e o empréstimo bancário podem ser complementares. Em segundo lugar, e incluindo a variável confiança, as evidências demonstram que o crescimento das empresas é maior nos países com maior nível de confiança entre os cidadãos. A influência do crédito de fornecedores para o crescimento das empresas é menor nos países com maior nível de confiança entre os cidadãos. Em terceiro, num ambiente onde há confiança social, as empresas têm uma maior probabilidade e facilidade em obter financiamento através de, por exemplo, crédito bancário. Desta forma

Crescimento das empresas: a influência do crédito comercial e da confiança social

há uma diminuição da influência do crédito comercial no crescimento das empresas. E, em quarto lugar, nos países com níveis elevados de confiança as empresas têm mais opções de financiamento disponíveis, conseguindo obter taxas de juros mais baixas. Permitindo concluir que, neste contexto o crédito obtido junto das instituições financeiras terá um efeito maior no crescimento das empresas.

O reduzido número de estudos sobre o crescimento das empresas e a confiança social foi a principal motivação para a realização deste trabalho, e consequentemente, foi também a principal dificuldade.

Em futuros estudos seria interessante alargar a investigação a outros mercados de diferentes países, de forma a poder-se fazer comparações e verificar até que ponto a realidade económica e a confiança entre os cidadãos de um país pode influenciar a utilização do crédito comercial como uma forma alternativa de financiamento para o crescimento das empresas.

5. Referências Bibliográficas

- Agostino, M., & Trivieri, F. (2019). Does Trade Credit Affect Technical Efficiency? Empirical Evidence from Italian Manufacturing SMEs. *Journal of Small Business Management*, 57(2), 576–592. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12410>
- Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). Debt maturity structure and firm investment. *Financial Management*, 34(4), 107–119.
- Aivazian, V., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11(1–2), 277–291. <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:corfin:v:11:y:2005:i:1-2:p:277-291>
- Aktas, N., Croci, E., & Petmezas, D. (2015). Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. *Journal of Corporate Finance*, 30, 98–113. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.008>
- Alex Yang, S., Bakshi, N., & Chen, C. J. (2021). Trade credit insurance: Operational value and contract choice. *Management Science*, 67(2), 875–891. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2019.3571>
- Álvarez-Botas, C., & González, V. M. (2021). Does trust matter for the cost of bank loans? *Journal of Corporate Finance*, 66. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101791>
- Baltagi, B. H. (2008). Forecasting with panel data. *Journal of forecasting*, 27(2), 153–173.
- Biais, B., & Gollier, C. (1997). Trade Credit and Credit Rationing. *Review of Financial Studies*, 10(4), 903–937. <https://EconPapers.repec.org/RePEc:oup:rfinst:v:10:y:1997:i:4:p:903-37>
- Bougheas, S., Mateut, S., & Mizen, P. (2009). Corporate trade credit and inventories: New evidence of a trade-off from accounts payable and receivable. *Journal of Banking and Finance*, 33(2), 300–307. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.07.019>
- Canto-Cuevas, F. J., Palacín-Sánchez, M. J., & Di Pietro, F. D. (2019). Trade credit as a sustainable resource during an SME's Life Cycle. *Sustainability (Switzerland)*, 11(3). <https://doi.org/10.3390/su11030670>

- Casey, E., & O’Toole, C. M. (2014). Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 27, 173–193. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.05.001>
- Chauhan, Y., Jaiswall, M., & Goyal, V. (2022a). Does societal trust affect corporate capital structure? *Emerging Markets Review*, 51. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100845>
- Chauhan, Y., Jaiswall, M., & Goyal, V. (2022b). Does societal trust affect corporate capital structure? *Emerging Markets Review*, 51. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100845>
- Cheng, N. S., & Pike, R. (2003). The trade credit decision: Evidence of UK firms. *Em Managerial and Decision Economics* (Vol. 24, Números 6–7, pp. 419–438). <https://doi.org/10.1002/mde.1049>
- Chunhua Luo, Dianlong Wei, & Feng He. (2023). Corporate ESG performance and trade credit financing – Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, Volume 85, 337–351.
- Cline, B. N., & Williamson, C. R. (2020). Trust, regulation, and contracting institutions. *European Financial Management*, 26(4), 859–895. <https://doi.org/10.1111/eufm.12253>
- ’Coleman, J. ’. (1990). *Foundations of Social Theory*. Cambridge: Harvard University Press.
- Cuñat, V. (2007). Trade Credit: Suppliers as Debt Collectors and Insurance Providers. *Review of Financial Studies*, 20, 491–527. <https://doi.org/10.2139/ssrn.423501>
- Dary, S. K., & James Jr., H. S. (2020). Trade Credit Contracts, Theories and their Applications: A Synthesis of the Literature. *Ghana Journal of Development Studies*, 17(1), 86–91. <https://doi.org/10.4314/gjds.v17i1.4>
- Dudley, E., & Zhang, N. (2016). Trust and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 41, 363–387. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.10.010>

- Ellingsen, T., Jacobson, T., & Von Schedvin, E. (2016). *Trade Credit: Contract-Level Evidence Contradicts Current Theories*.
<http://ssrn.com/abstract=2780410>
<https://ssrn.com/abstract=2780410>
- Emery, G. W. (1984). A Pure Financial Explanation for Trade Credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(3), 271–285.
https://EconPapers.repec.org/RePEc:cup:jfinqa:v:19:y:1984:i:03:p:271-285_02
- Engle-Warnick, J., & Slonim, R. (2006). Learning to trust in indefinitely repeated games. *Games and Economic Behavior*, 54(1), 95–114.
<https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:gamebe:v:54:y:2006:i:1:p:95-114>
- Fabbri, D., & Klapper, L. (2016). Bargaining power and trade credit. *Journal of Corporate Finance*, 41(C), 66–80.
<https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:corfin:v:41:y:2016:i:c:p:66-80>
- Ferrando, A., & Mulier, K. (2013). Do firms use the trade credit channel to manage growth? *Journal of Banking and Finance*, 37(8), 3035–3046.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.02.013>
- Ferris, J. S. (1981). A Transactions Theory of Trade Credit Use. *The Quarterly Journal of Economics*, 96(2), 243–270.
<https://EconPapers.repec.org/RePEc:oup:qjecon:v:96:y:1981:i:2:p:243-270>
- Filbeck, G., & Krueger, T. (2005). An Analysis of Working Capital Management Results Across Industries. *American Journal of Business*, 20, 11–18.
<https://doi.org/10.1108/19355181200500007>
- Fisman, R., & Love, I. (2003). Trade Credit, Financial Intermediary Development, and Industry Growth. *Journal of Finance*, 58(1), 353–374.
<https://EconPapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:58:y:2003:i:1:p:353-374>
- Gambetta, D. (2000). *Can We Trust Trust? Diego Gambetta*.

- García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2010). A dynamic perspective on the determinants of accounts payable. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 34(4), 439–457. <https://doi.org/10.1007/s11156-009-0124-0>
- Guariglia, A. (2008). Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: Evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1795–1809. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.008>
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2008). Trusting the stock market. *Journal of Finance*, 63(6), 2557–2600. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01408.x>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica-5*. Amgh Editora.
- Hasan, M. M., Cheung, A., Tunas, L., & Kot, H. W. (2021). Firm life cycle and trade credit. *Financial Review*, 56(4), 743–771. <https://doi.org/10.1111/fire.12264>
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 1251–1271.
- Huang, L., Ying, Q., Yang, S., & Hassan, H. (2019). Trade credit financing and sustainable growth of firms: Empirical evidence from China. *Sustainability (Switzerland)*, 11(4). <https://doi.org/10.3390/su11041032>
- Huang, P., Lu, Y., & Faff, R. (2021). Social trust and the speed of corporate leverage adjustment: evidence from around the globe. *Accounting and Finance*, 61(2), 3261–3303. <https://doi.org/10.1111/acfi.12701>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. <http://www.jstor.org/stable/1818789>
- Karakoç, B. (2022). Corporate growth – Trade credit relationship: Evidence from a panel of countries. *Borsa Istanbul Review*, 22(1), 156–168. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.03.004>
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2009). Governance Matters VIII: Aggregate and Individual Governance Indicators, 1996-2008. *World Bank Policy Research Working Paper No 4654*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1148386>

- Kihanga, E., Lensink, R., Lutz, C., & Hermes, N. (2010). Determinants of Trade Credit Demand and Supply in the Tanzanian Rice Market: A Structural Modelling Approach. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1674842>
- Knack, S., & Keefer, P. (1997). Does Social Capital Have an Economic Payoff? A Cross-Country Investigation. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(4), 1251–1288. <http://www.jstor.org/stable/2951271>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131–1150. <https://doi.org/10.2307/2329518>
- Lefebvre, V. (2023). Trade credit, payment duration, and SMEs' growth in the European Union. *International Entrepreneurship and Management Journal*. <https://doi.org/10.1007/s11365-023-00871-4>
- Legesse, T. S., & Guo, H. (2020). Does firm efficiency matter for debt financing decisions? Evidence from the biggest manufacturing countries. *Journal of Applied Economics*, 23(1), 106–128. <https://doi.org/10.1080/15140326.2020.1711591>
- Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2018). Corporate Resilience to Banking Crises: The Roles of Trust and Trade Credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(4), 1441–1477. <https://doi.org/10.1017/S0022109018000224>
- Long, M., Malitz, I., & Ravid, S. A. (1993). Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability. *Financial Management - FINAN MANAGE*, 22. <https://doi.org/10.2307/3665582>
- Long, M. S., Malitz, I. B., & Ravid, S. A. (1993). Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability. *Financial Management*, 22(4), 117–127. <https://doi.org/10.2307/3665582>
- Mcguinness, G., & Hogan, T. (2014). *Bank credit and Trade credit: Evidence from SMEs over the financial crisis*. <http://ssrn.com/abstract=2788489>

- McGuinness, G., & Hogan, T. (2016). Bank credit and trade credit: Evidence from SMEs over the financial crisis. *International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship*, 34(4), 412–445. <https://doi.org/10.1177/0266242614558314>
- McGuinness, G., Hogan, T., & Powell, R. (2018). European trade credit use and SME survival. *Journal of Corporate Finance*, 49, 81–103. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.005>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261–297.
- Moll, P. G., Srivastava, P., Fafchamps, M., Cuevas, C. E., & Hanson, R. (1993). *Case studies of enterprise finance in Ghana*. <https://api.semanticscholar.org/CorpusID:167691789>
- MYERS, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Nadiri, M. I. (1969). The Determinants of Trade Credit in the U.S. Total Manufacturing Sector. *Econometrica*, 37(3), 408–423. <https://EconPapers.repec.org/RePEc:ecm:emetrp:v:37:y:1969:i:3:p:408-23>
- Niskanen, J., & Niskanen, M. (2006). The Determinants of Corporate Trade Credit Policies in a Bank-Dominated Financial Environment: The Case of Finnish Small Firms. *European Financial Management*, 12, 81–102. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2006.00311.x>
- Oh, S., & Kim, W. S. (2016). Growth opportunities and trade credit: evidence from Chinese listed firms. *Applied Economics*, 48(56), 5437–5447. <https://doi.org/10.1080/00036846.2016.1178846>
- Palacín-Sánchez, M. J., Canto-Cuevas, F. J., & di-Pietro, F. (2019). Trade credit versus bank credit: a simultaneous analysis in European SMEs. *Small Business Economics*, 53(4), 1079–1096. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0101-x>
- Petersen, M., & Rajan, R. (1997a). Trade Credit: Theories and Evidence. *Review of Financial Studies*, 10(3), 661–691. <https://EconPapers.repec.org/RePEc:oup:rfinst:v:10:y:1997:i:3:p:661-91>

- Petersen, M., & Rajan, R. (1997b). Trade Credit: Theories and Evidence. *Review of Financial Studies*, 10(3), 661–691. <https://EconPapers.repec.org/RePEc:oup:rfinst:v:10:y:1997:i:3:p:661-91>
- Pevzner, M., Xie, F., & Xin, X. (2015). When firms talk, do investors listen? The role of trust in stock market reactions to corporate earnings announcements. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 190–223. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.004>
- Putnam, R. (1993). Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy. Em *Contemporary Sociology* (Vol. 23). <https://doi.org/10.2307/2075319>
- Qin, W., Liang, Q., Jiao, Y., Lu, M., & Shan, Y. (2022). Social trust and dividend payouts: Evidence from China. *Pacific Basin Finance Journal*, 72. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101726>
- Rahaman, M. M. (2011a). Access to financing and firm growth. *Journal of Banking and Finance*, 35(3), 709–723. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.09.005>
- Rahaman, M. M. (2011b). Access to financing and firm growth. *Journal of Banking & Finance*, 35(3), 709–723.
- Schwartz, R. A. (1974). An Economic Model of Trade Credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(4), 643–657. https://EconPapers.repec.org/RePEc:cup:jfinqa:v:9:y:1974:i:04:p:643-657_01
- Serrasqueiro, Z., Nunes, P. M., & Mendes, M. D. (2007). Determinantes do investimento das empresas: Estudo empírico com diferentes estimadores de painel. *Conocimiento, innovación y emprendedores: camino al futuro*, 59.
- Shahzad, U., Liu, J., Mahmood, F., & Luo, F. (2021). Corporate innovation and trade credit demand: Evidence from China. *Managerial and Decision Economics*, 42(6), 1591–1606. <https://doi.org/10.1002/mde.3329>
- Smith, J. (1987). Trade Credit and Informational Asymmetry. *Journal of Finance*, 42(4), 863–872. <https://EconPapers.repec.org/RePEc:bla:jfinan:v:42:y:1987:i:4:p:863-72>

- Tingbani, I., Afrifa, G. A., Tauringana, V., & Ntim, C. (2022). Trade credit and corporate growth. *International Journal of Finance and Economics*.
<https://doi.org/10.1002/ijfe.2683>
- Wei, Y., Liu, Q., & Luo, J. (2023). How does corporate social responsibility have influence on firms' access to trade credit. *Accounting and Finance*, 63(S1), 1321–1349.
<https://doi.org/10.1111/acfi.13066>
- Williamson, O. E. (1993). Calculativeness, Trust, and Economic Organization. *The Journal of Law & Economics*, 36(1), 453–486. <http://www.jstor.org/stable/725485>
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data* MIT press. Cambridge, ma, 108(2), 245–254.
- Wu, W., Firth, M., & Rui, O. M. (2014). Trust and the provision of trade credit. *Journal of Banking and Finance*, 39(1), 146–159. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.11.019>
- Xu, J., Chen, J., Jiang, M., & An, J. (2023). Inherited trust and informal finance. *Journal of Business Finance and Accounting*. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12694>
- Zak, P. J., & Knack, S. (2001). Trust and growth. *Economic Journal*, 111(470), 295–321.
<https://doi.org/10.1111/1468-0297.00609>