



UNIVERSIDADE DA BEIRA INTERIOR
Ciências Sociais e Humanas

Relacionamento entre o financiamento externo e a performance financeira: estudo empírico sobre as PME Portuguesas

VERSÃO DEFINITIVA APÓS DEFESA PÚBLICA

Cláudia Alexandra Esteves Salvado

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em
Gestão
(2º ciclo de estudos)

Orientadora: Prof. Doutora Zélia Serrasqueiro

Covilhã, julho de 2018

Agradecimentos

A concretização da presente dissertação de mestrado só se tornou possível devido à contribuição direta ou indireta de um conjunto de pessoas, às quais pretendo deixar uma palavra de gratificação.

Quero agradecer aos meus pais, António e Odete, pelo apoio, por acreditarem em mim, nas minhas capacidades. Agradeço também à minha prima Bruna, pela paciência que teve.

À Prof. Doutora Zélia Serrasqueiro por toda a ajuda, apoio, conhecimento transmitido e paciência que teve comigo ao longo da orientação desta dissertação de mestrado. Sem a sua ajuda esta este trabalho não teria sido possível.

À Celtejo, mais especificamente ao Eng. Carlos Coelho e Dr^a Isabel Proença pelo apoio que me deram na concretização deste trabalho.

Deixo também o agradecimento aos meus amigos que me ajudaram na realização desta dissertação, por todo o seu apoio e paciência.

Resumo

O presente estudo tem por objetivo analisar a performance financeira e os seus determinantes, destacando a importância do financiamento externo, concretamente o papel da dívida no financiamento das pequenas e médias empresas (PME) portuguesas do sector da indústria transformadora e do sector dos serviços. Para responder a este objetivo, usaram-se modelos de dados em painel, tendo-se recorrido ao estimador dinâmico GMM System (1998). A recolha dos dados foi feita pelo recurso à base de dados Amadeus, tendo-se obtido uma amostra de 14693 empresas para o período de 2007-2015 que se desdobrou em duas subamostras: uma subamostra é constituída por 3920 PME do sector da indústria transformadora, sendo a outra subamostra constituída por 10773 PME do sector de serviços.

A performance financeira é a variável dependente deste estudo, enquanto o financiamento externo, a idade, a dimensão, a estrutura de ativos, as oportunidades de crescimento e a crise financeira, são as variáveis explicativas da performance financeira.

Os resultados obtidos mostram que a idade, a rentabilidade e o financiamento externo têm uma relação negativa com a performance financeira das PME do sector da indústria transformadora e dos serviços. A dimensão, os ativos tangíveis e as oportunidades de crescimento apresentam uma relação positiva com a performance financeira das PME portuguesas de ambos os sectores de atividade. A variável crise financeira tem um efeito negativo na performance financeira das PME do sector da indústria transformadora, não tendo poder explicativo, estatisticamente significativo, sobre a performance financeira do sector de serviços.

Palavras-chave

Performance financeira, PME, Financiamento Externo

Abstract

This study aims to analyze the financial performance and its determinants, highlighting the importance of external financing, namely the role of debt in the financing of small and medium-sized enterprises (SMEs), in the manufacturing sector and the services sector. To respond to this problem, it was used panel data models, having resorted to the estimator GMM System (1998). The collection of data was done by the Amadeus database, and a sample of 14693 companies was provided for the period 2007-2015, which were divided into two subsamples: a sub-sample is 3920 SMEs from the manufacturing industry sector, the other sub-sample composed by 10773 SMEs in the service sector.

Financial performance is the dependent variable of this study, while debt, age, size, asset structure, growth opportunities and financial crisis are the explanatory variables of financial performance.

The results show that age, profitability and debt have a negative relation with the financial performance of manufacturing and services SMEs. Size, tangible assets and growth opportunities are positively related to the financial performance of Portuguese SMEs in both sectors. The financial crisis variable has a negative effect on the financial performance of SMEs in the manufacturing sector, and has no statistically significant explanatory power of the financial performance of the services sector.

Keywords

Financial Performance, SME, External Financing

Índice

1. Introdução	1
2. Enquadramento teórico e hipóteses de investigação	3
2.1 A performance financeira	3
2.2 Financiamento das PME	5
2.2.1 Teoria do <i>Trade-Off</i>	5
2.2.2 Teoria das Preferências Hierárquicas	6
2.2.3 Problemática do acesso ao financiamento externo pelas PME	8
2.3 Determinantes da performance financeira	11
2.3.1 Idade	11
2.3.2 Dimensão	12
2.3.3 Estrutura do ativo	14
2.3.4 Oportunidades de crescimento	15
2.3.5 Crise financeira	17
3. Metodologia	19
3.1 Tipos de abordagem de investigação	19
3.2 Amostra, variáveis de investigação e método de estimação	19
3.2.1 Amostra de investigação e recolha de dados	19
3.2.2 Variáveis de investigação	20
3.2.3 Método de estimação	21
4. Resultados	23
4.1 Estatísticas descritivas	23
4.2 Determinantes da performance financeira das PME	24
4.3 Discussão dos resultados	26
5. Conclusão e sugestões para futuras investigações	31
6. Referências bibliográficas	33

Lista de Figuras

Figura 1 - Teoria do Trade-Off estático da estrutura de capital

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Determinantes utilizados no estudo da performance financeira

Tabela 2 - Estrutura da amostra

Tabela 3 - Variáveis de Investigação

Tabela 4 - Estatísticas descritivas

Tabela 5 - Resultados obtidos

Tabela 6 - Síntese dos resultados

Lista de Acrónimos

CE	Comissão Europeia
CPV	Custo do Produto Vendido
INE	Instituto Nacional de Estatística
GMM	Método dos Momentos Generalizados
KIBS	<i>Knowledge Intensive Business Services</i>
LSDVC	Least Squared Dummy Variable Corrected
OLS	Método dos Quadrados Mínimos
PME	Pequenas e médias empresas
POT	Teoria das Preferências Hierárquicas
ROA	Retorno sobre Ativos
ROE	Retorno sobre o Património Líquido
ROI	Retorno sobre Investimento
ROS	Retorno sobre Vendas
TOT	Teoria do <i>Trade-Off</i>

1. Introdução

As pequenas e médias empresas (PME) são importantes para o desenvolvimento económico e social de um país (Abouzeedan, 2003; Gregory, Rutherford, Oswald, e Gardiner, 2005; Beck e Demirguc-Kunt, 2006; Costa, Laureano e Laureano, 2014; Eniola e Entebang, 2015; Li, Niskanen, Kolehmainen, e Niskanen, 2016; Seo e Chae, 2016). Estas empresas são consideradas o “coração” da economia, a nível global, e a sua importância, em número e contributo para a riqueza dos países, tem vindo a aumentar (Popa e Ciobanu, 2014). De acordo com Matias e Serrasqueiro (2017), as PME, na maioria dos países desenvolvidos, assumem um papel fundamental no sector empresarial. Este tipo de empresas tem apresentado uma importância globalmente comprovada e reconhecida em países emergentes, assim como em países desenvolvidos (Eniola e Entebang, 2015). De acordo com Nunes, Viveiros e Serrasqueiro (2012), as PME são mais vulneráveis e sensíveis às mudanças macroeconómicas e às crises económicas e financeiras. Em Portugal, as PME, representam 99,9% do tecido empresarial português (INE, 2017) e, estas empresas contribuem para a criação de emprego e para a prosperidade da economia (Voulgaris, Asteriou e Agiomirgianakis, 2004; Serrasqueiro e Nunes, 2008). Dado o tecido empresarial português ser essencialmente constituído por PME, o presente estudo irá recair sobre este tipo de empresas.

O acesso ao financiamento, além de proporcionar a criação de novas empresas, é importante para o crescimento contínuo e sustentável da performance financeira das PME, uma vez que fomenta o processo de inovação, bem como a promoção do crescimento e desenvolvimento das empresas existentes (Abdulsaleh e Worthington, 2013). As características das PME afetam as suas decisões de financiamento, a sua performance e crescimento da empresa (Abdulsaleh e Worthington, 2013). De acordo com Matias, Serrasqueiro e Costa (2010), as dificuldades significativas no acesso ao financiamento externo decorrem, em parte, da fragilidade financeira das pequenas empresas e da opacidade legal da informação que dão aos credores. O financiamento das PME tem atraído muita atenção nos últimos anos, sendo um tema importante para economistas e políticos centrados no desenvolvimento económico e financeiro (De La Torre, Martínez Pería e Schmukler, 2010).

A performance da empresa é objeto de análise quer ao nível académico quer ao nível empresarial (Kuncová, Hedija e Fiala, 2016). Estudos anteriores estudaram a performance das empresas, nomeadamente Adams e Buckle (2003) que analisaram os determinantes da performance no sector Segurador das Bermudas; Goddard, Tavakoli e Wilson (2005) e Galbreath e Galvin (2008), estudaram os determinantes da performance das empresas do sector da indústria transformadora e do sector dos serviços, em contexto europeu (Bélgica, França, Itália e UK) e australianas, respetivamente; Serrasqueiro e Nunes (2008) analisaram a relação entre

a performance e a dimensão das PME portuguesas; Soininen, Puumalainen, Sjögrén e Syrjä (2012), estudaram as PME finlandesas, analisando o papel da orientação empreendedora, na crise global e os efeitos negativos da crise económica sobre a performance financeira das empresas; Nunes e Serrasqueiro (2015), estudaram os determinantes que influenciam as Knowledge Intensive Business Services (KIBS) portuguesas; Bucevska e Misheva (2017), analisaram a performance do sector bancário nos países dos Balcãs.

Neste seguimento, o presente estudo, analisa a relação entre a performance financeira e o financiamento externo, concretamente o papel da dívida na performance financeira das PME portuguesas será objeto de análise neste estudo.

São, ainda, objetivos deste estudo: analisar o relacionamento entre a performance financeira das PME e os determinantes: (i) idade; (ii) dimensão; (iii) nível de ativos tangíveis; (iv) oportunidades de crescimento e, por último, (v) crise financeira.

Para atingirmos os objetivos propostos, recorreu-se à base de dados Amadeus para a recolha de dados referente às PME portuguesas do sector da indústria transformadora e do sector dos serviços. A amostra da presente investigação é composta por 14693 PME portuguesas que se desdobrou em duas subamostras constituídas por 3920 PME do sector da indústria transformadora e 10773 PME do sector de serviços, para as quais foram recolhidos dados para um período de oito anos, compreendido entre 2007 e 2015.

O presente estudo está dividido em seis secções: (i) presente introdução; (ii) enquadramento teórico e hipóteses de investigação; (iii) metodologia (amostra, variáveis de investigação e método de estimação); (iv) Resultados e discussão dos mesmos; (v) conclusão e sugestões para futuras investigações, e por último (vi), referências bibliográficas utilizadas.

2. Enquadramento teórico e hipóteses de investigação

2.1 A performance financeira

A performance tem sido uma questão relevante para as organizações, com e sem fins lucrativos (Abu-Jarad, Yusof e Nikbin, 2010; Harash, Al-Tamimi e Al-Tamimi, 2014; Haron, Yahya e Haron, 2014). Contudo, definir e medir a performance não é simples (Abu-Jarad *et al.*, 2010; Harash *et al.*, 2014). Segundo Nunes, Serrasqueiro e Leitão (2010), com a liberalização dos mercados e aumento de concorrência, a performance da empresa assume uma elevada importância para assegurar a sua sobrevivência e expansão.

Segundo Popa *et al.*, (2014), um considerável número de estudos aborda a performance das PME, a nível microeconómico e macroeconómico, e comprovam a importância do financiamento, em termos de melhoria de resultados e da competitividade da empresa, concluindo que a performance está diretamente relacionada com a hipótese de sobrevivência das empresas. Para os autores, a performance reflete a eficácia e eficiência da utilização dos recursos e, a nível global, contribui para o desempenho económico do país.

A definição de performance financeira segundo Harash *et al.*, (2014) vai de encontro à de Venkatraman e Ramanujam (1986): definem a performance financeira, como, a conceção de performance do negócio sobre o uso de indicadores financeiros que são assumidos para verificar o cumprimento dos objetivos económicos da empresa. Para Harash *et al.*, (2014) a performance financeira, é vulgarmente utilizada como um indicador da “saúde” financeira de uma empresa durante um determinado período de tempo. Segundo os autores anteriores, as informações sobre a performance financeira são úteis para analisar o quão bem ou mal uma empresa está a atingir os objetivos pré definidos. Segundo Bouallegui (2006), a performance atual de uma empresa reflete o seu ganho no futuro e representa a preocupação básica dos seus acionistas.

De acordo com Davis, Schoorman, Mayer e Tan (2000), os indicadores mais utilizados para avaliar a performance das empresas correspondem a medidas do sucesso financeiro da organização, ou seja, as vendas e a rentabilidade.

Segundo Kuncová *et al.*, (2016), a performance financeira reflete-se em medidas como a rentabilidade global (ROE, ROA, ROI, ROS), margem de lucro, lucro por ação, preço das ações, crescimento das vendas externas e o Q de Tobin.

De acordo com Goddard, Tavakoli e Wilson (2005), a performance das empresas pode ser influenciada por fatores específicos do país onde a empresa se localiza, isto ocorre devido ao

facto de a poupança e o investimento estarem fortemente correlacionados, sugerindo-se assim que a poupança interna seja a principal fonte de financiamento para o investimento doméstico.

A performance das empresas tem sido abordada, em várias áreas como, a Economia Industrial, a Gestão Estratégica, Contabilidade e Finanças (Serrasqueiro *et al.*, 2008; Goddard *et al.*, 2005; Nunes, Viveiros e Serrasqueiro, 2012). Adicionalmente, a análise dos fatores determinantes da performance financeira também tem sido objeto de vários estudos (Nunes, Serrasqueiro e Sequeira, 2009). Nesta sequência, vários estudos têm dado ênfase ao endividamento, à dimensão, idade, estrutura de ativos e seu relacionamento com a performance das empresas. Estas variáveis internas à empresa têm sido analisadas como determinantes da performance financeira (Serrasqueiro *et al.*, 2008).

Na tabela 1, apresenta-se uma síntese dos determinantes da performance financeira que têm sido alvo de análise em estudos anteriores.

Tabela 1 - Determinantes utilizados no estudo da performance financeira

Determinante	Estudo
Alavancagem	Adams e Buckle (2003); Pattitoni, Petracci e Spisni (2014)
Controlo acionista	Serrasqueiro e Nunes (2008); Nunes, Serrasqueiro e Leitão (2010)
Crescimento	Nunes <i>et al.</i> , (2009); Nunes e Serrasqueiro (2012); Pattitoni <i>et al.</i> , (2014); Martínez-Sola, García-Teruele Martínez-Solano (2014)
Dimensão	Adams e Buckle (2003); Amato e Amato (2004); Galbreath e Galvin (2008); Serrasqueiro e Nunes (2008); Nunes <i>et al.</i> , (2009); Serrasqueiro (2009); Lee (2009); Nunes <i>et al.</i> , (2010); Nunes <i>et al.</i> , (2012); Nunes e Serrasqueiro (2012); Almeida (2013); Pervan e Mlikota (2013); Martínez-Sola <i>et al.</i> , (2014); Nunes e Serrasqueiro (2015); Kuncová <i>et al.</i> , (2016); Knezevic e Dobromirov (2016)
Estrutura de ativos	Galbreath e Galvin (2008); Serrasqueiro e Nunes (2008); Nunes, Serrasqueiro e Sequeira (2009)
Idade	Risseeuw (1997); Galbreath e Galvin (2008); Loderer e Waelchli (2010); Nunes <i>et al.</i> , (2012); Almeida (2013); Nunes e Serrasqueiro (2015); Kuncová <i>et al.</i> , (2016)
Investigação e desenvolvimento	Nunes, Serrasqueiro e Leitão (2010); Nunes <i>et al.</i> , (2012); Nunes e Serrasqueiro (2012); Almeida (2013); Nunes e Serrasqueiro (2015)

Liquidez	Adams e Buckle (2003); Serrasqueiro e Nunes (2008); Nunes <i>et al.</i> , (2009); Serrasqueiro (2009); Nunes <i>et al.</i> , (2010), Nunes <i>et al.</i> , (2012); Almeida (2013); Nunes e Serrasqueiro (2015); Knezevic e Dobromirov (2016)
Nível de risco	Adams e Buckle (2003); Serrasqueiro e Nunes (2008); Nunes <i>et al.</i> , (2010); Nunes <i>et al.</i> , (2012); Nunes e Serrasqueiro (2012); Almeida (2013); Raposo (2013); Pervan e Mlikota (2013); Nunes e Serrasqueiro (2015)
Nível de endividamento	Amato e Amato (2004); Serrasqueiro e Nunes (2008); Nunes <i>et al.</i> , (2009); Serrasqueiro (2009); Nunes <i>et al.</i> , (2010); Nunes <i>et al.</i> , (2012); Nunes e Serrasqueiro (2012); Almeida (2013); Pervan e Mlikota (2013); Martínez-Sola <i>et al.</i> , (2014); Nunes e Serrasqueiro (2015); Lawless, O'Connell e O'Toole (2015)

No presente estudo irão ser analisados os seguintes determinantes da performance financeira: financiamento externo, ou seja, como principal determinante o capital alheio, e como restantes determinantes: idade, dimensão, estrutura de ativos, oportunidades de crescimento e crise financeira.

2.2 Financiamento das PME

2.2.1 Teoria do *Trade-Off*

A Teoria do *Trade-Off* (TOT) centra-se no *trade-off* entre benefícios fiscais e custos de falência e agência associados à dívida (Serrasqueiro e Caetano, 2015; Dacosta e Adusei, 2016). A TOT, segundo Myers (1984), Cole (2013), Dacosta e Adusei (2016) e Serrasqueiro, Nunes e Silva (2016), assenta na existência de um rácio de dívida ideal, resultante de um *trade-off* entre os custos e benefícios da dívida, mantendo os ativos e os planos de investimento constantes. Segundo os autores mencionados, a empresa visa um equilíbrio entre o valor dos benefícios fiscais proporcionados pela dedutibilidade fiscal dos juros e os diversos custos de falência e agência associados à dívida. A empresa tende a substituir dívida por capital próprio, ou capital próprio por dívida, até que o seu valor seja maximizado (Myers, 1984). Assim, as empresas procurar um nível de endividamento em que os benefícios marginais igualam aos custos marginais associados à dívida (Serrasqueiro, Armada e Nunes, 2011) (Figura 1).

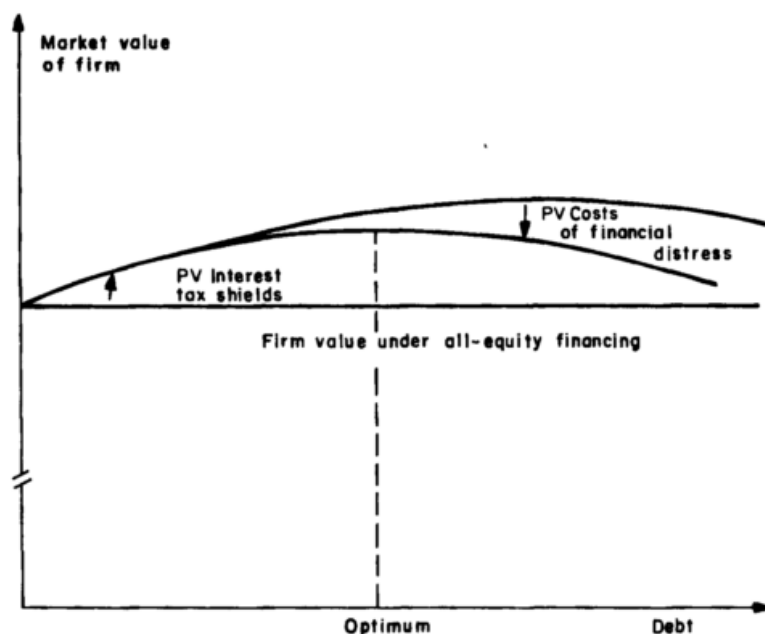


Figura 1 - Teoria do *Trade-Off* estático da estrutura de capital (Fonte: Myers, 1984)

As empresas estabelecem um objetivo de endividamento e procuram atingi-lo ao longo do tempo, embora se possam afastar no curto prazo, mas a longo prazo mantêm-no apesar de na prática, nunca o virem a concretizar (Medeiros e Daher, 2005).

Romano *et al.*, (2001), Adair e Adaskou (2015) e Dacosta e Adusei (2016) enunciam que a TOT baseia-se nos efeitos dos impostos, custos de agência e custos de dificuldades financeiras, e assim a gestão tem como objetivo manter um rácio objetivo de endividamento, ou seja, o nível de dívida de uma empresa é determinado por um *trade-off* entre custos de falência e de agência e benefícios fiscais associados ao endividamento.

Brealey, Myers e Allen (2007) referem que as empresas com ativos tangíveis e um elevado lucro tributável poderiam determinar níveis objetivo mais elevados para os seus rácios de endividamento, enquanto as empresas com ativos intangíveis e sem rendimentos deveriam financiar-se essencialmente com capitais próprios.

2.2.2 Teoria das Preferências Hierárquicas

Em oposição à TOT existe a Teoria das Preferências Hierárquicas (POT) (Myers, 1984). Segundo Myers (1984), esta teoria surge com base no trabalho de Donaldson em 1961 sobre as práticas de financiamento das grandes empresas. De acordo com Augusto (2006), a POT, começou a ganhar destaque na literatura, desde a década de 80.

A POT define uma ordem hierárquica na seleção de fontes de financiamento que as empresas seguem (Myers, 1984). Neste seguimento, as empresas, em primeiro lugar, preferem o financiamento interno; em segundo, escolhem o financiamento por capital alheio e, só em último lugar, recorrem a capital próprio externo, ou seja à emissão de ações junto de novos investidores (Serrasqueiro *et al.*, 2011; Adair e Adaskou, 2015; Dacosta e Adusei, 2016). De acordo com Myers (1984), a formulação da teoria é a seguinte:

- I. As empresas preferem o financiamento interno, isto é, preferem financiar-se com lucros retidos;
- II. Adaptam a distribuição de dividendos às suas oportunidades de investimento, e simultaneamente tentam evitar alterações bruscas nos seus investimentos;
- III. A política de dividendos aliada às flutuações imprevisíveis na rentabilidade e as oportunidades de investimento da empresa, implicam que os seus fundos gerados internamente sejam superiores ou inferiores às exigências de financiamento impostas pelas oportunidades de crescimento;
- IV. Em última instância, as empresas recorrem ao financiamento externo. Estas recorrem, ao endividamento, em seguida emitem títulos híbridos, e em último recurso, optam pela emissão de ações junto de novos investidores.

De acordo com Dacosta e Adusei (2016), quando se trata de novos investimentos, a maioria das empresas prefere usar lucros acumulados, seguindo-se o recurso à dívida e ao capital próprio obtido junto de investidores externos à empresa.

Para Romano, Tanewski e Smyrniotis (2001), a POT não se baseia na existência de uma relação entre dívida e capital próprio. Em vez disso, a relação dívida-capital de uma empresa varia ao longo do tempo, dependendo da necessidade de financiamento externo. Esta abordagem pode ser explicada pelo objetivo de minimizar os custos de transação associados a operações de financiamento externo.

Um ponto também relevante da POT é a assimetria de informação, isto é, os gestores detêm um maior conhecimento acerca das perspectivas, riscos, valores da empresa do que os investidores (Augusto, 2006; Brealey *et al.*, 2007). A existência de assimetria de informação pode explicar que as decisões de financiamento sejam tomadas de acordo com a POT em que o financiamento interno é preferido ao financiamento externo. Assim, a POT parece ser importante na análise da performance financeira das PME considerando a preferência das PME pelo financiamento interno. No entanto, por sua vez, o financiamento interno é dependente da performance financeira da empresa.

As PME podem ter um rácio objetivo para o seu nível de endividamento, confrontando os custos de falência com os benefícios fiscais. Neste contexto, é expectável que estas empresas tomem decisões de financiamento de acordo com a TOT. De acordo com Voulgaris *et al.*, (2004), a capacidade de endividamento é função direta da dimensão da empresa.

De acordo com Serrasqueiro *et al.*, (2016), as PME não procuram alcançar um nível ótimo de dívida, sendo este uma consequência da necessidade de financiamento externo. Quando os fundos internos são escassos, as empresas recorrem à dívida, em vez de recorrerem ao capital próprio externo.

Para Paul, Whittam, e Wyper (2007), as empresas estão numa situação financeira mais confortável se satisfizerem as necessidades de financiamento, primeiro com base nos recursos gerados internamente, e quando for necessário recorrem ao financiamento externo. Os autores vão de encontro ao enunciado pela teoria das preferências hierárquicas de Myers (1984).

A POT é uma das principais teorias em finanças empresariais, sendo que em termos da estrutura da dívida, prevê em primeiro lugar, o recurso à dívida com menores custos e menor risco, e *a posteriori* o recurso à dívida que comporta maiores custos e risco (Dacosta e Adusei, 2016).

2.2.3 Problemática do acesso ao financiamento externo pelas PME

Segundo Matias *et al.*, (2010), as PME deparam-se com limitações na obtenção de crédito bancário, em montante e no que se refere às condições de empréstimos. Estas limitações têm consequências ao nível do financiamento do investimento que podem afetar a performance financeira das PME (Popa e Ciobanu, 2014). De acordo com Nkuah, Paul e Kala (2013) e Lee, Sameen, e Cowling (2015), o acesso ao crédito é fundamental para o crescimento e sobrevivência das PME, todavia as empresas com grandes oportunidades de crescimento não podem usar a dívida como primeira opção de financiamento (Serrasqueiro e Caetano, 2015). Para as PME é um grande desafio obterem empréstimos em condições favoráveis que viabilizem a realização de investimentos, o que tem consequências no seu crescimento (De La Torre *et al.*, 2010; Popa e Ciobanu, 2014). Por sua vez, a performance da empresa afeta as decisões de financiamento (Moradi, Aldin, Heyrani e Iranmahd, 2012).

As empresas podem financiar-se através do financiamento interno ou externo (Bhaird e Lucey, 2006). O financiamento interno é aquele que as empresas obtêm a partir da sua atividade, consubstanciando-se em lucros retidos e depreciações (Vos, Yeh, Carter e Tagg, 2007; Eniola e Entebang, 2015). O financiamento externo obtém-se pelo recurso a fontes externas, como instituições bancárias/crédito, fornecedores e outras instituições financeiras (Beck e Demirguc-Kunt, 2006; Eniola e Entebang, 2015). Contudo segundo Proença, Laureano e Laureano (2014),

é frequente as empresas fazerem uma combinação dos dois tipos de financiamento, isto é, financiarem-se com financiamento interno e financiamento externo. O acesso ao financiamento externo é fundamental para as empresas investirem, inovarem e crescerem (Siedschlag, O'Toole, Murphy e O'Connell, 2014).

Segundo Matias e Serrasqueiro (2017), a principal fonte de capital externo para as PME portuguesas é a dívida de curto prazo, sendo que a maioria do financiamento destas empresas provém de dívida ao invés de capitais próprios.

Nos primeiros anos de vida, muitas PME, dependem de fontes de financiamento internas, isto é, têm como fonte de financiamento amigos ou familiares do empresário, em que têm uma taxa de juro reduzida, e por vezes inexistente (Abouzeedan, 2003; Beck e Demirguc-Kunt, 2006; Vos *et al.*, 2007; Eniola e Entebang, 2015). Vos *et al.*, (2007), mencionam que as PME começam a ter acesso a financiamento externo, alguns anos após o início da sua atividade, devido às PME de maior dimensão e mais velhas terem um maior nível de ativos e sofisticação técnica para reduzir a opacidade informativa e assim, reduzir os problemas de assimetria de informação com os credores.

A falta de informação financeira de qualidade sobre as PME aumenta o risco de investir nestas empresas (Wei e Baker, 2007). Autores como, Berger e Udell (1998), Matias *et al.*, (2010) e Abdulsaleh e Worthington (2013) e afirmam que o nível de opacidade da informação influencia a possibilidade e as condições de obtenção de financiamento externo pelas PME. Segundo Berger e Udell (1998), ao contrário das grandes empresas as PME, não têm contratos divulgados (contratos com os trabalhadores, os fornecedores e com os clientes são mantidos em sigilo). Além disso algumas PME não têm demonstrações financeiras auditadas, por isso não podem transmitir a credibilidade da sua qualidade, tendo por vezes dificuldades em construir uma reputação plausível (Berger e Udell, 1998).

Na ausência de divulgação de informação, as PME não conseguem transmitir credibilidade a potenciais investidores, bancos ou credores comerciais, assim estas empresas têm acesso limitado ao financiamento externo devido a assimetria de informação (Beck e Demirguc-Kunt, 2006; Beck, Demirguc-Kunt, Laeven e Maksimovic, 2006; Wei e Baker, 2007; Vos *et al.*, 2007; Eniola e Entebang, 2015; Comeig, Fernández-Blanco, e Ramírez, 2015; Serrasqueiro, Matias e Salsa, 2016). Também devido a menor capacidade de prestar garantias (Beck e Demirguc-Kunt, 2006; Eniola e Entebang, 2015) e problemas de agência (Beck *et al.*, 2006), os credores cobram taxas de juro mais elevadas para compensarem o risco adicional (Beck e Demirguc-Kunt, 2006; Wei e Baker, 2007), tornando assim o financiamento externo mais caro do que o financiamento interno (Wei e Baker, 2007). Deste modo estas empresas preferem o financiamento interno em vez do financiamento externo, seguindo assim a teoria das preferências hierárquicas, dado que

o financiamento externo tem um custo superior para a empresa (Cassar e Holmes, 2003). Assim, o financiamento interno, a poupança pessoal dos empresários, são fontes de financiamento essenciais para as PME (Abdulsaleh e Worthington, 2013; Berger e Udell, 1998).

As PME do sector dos serviços, têm uma maior dificuldade na obtenção de crédito, comparativamente com as PME do sector da indústria de manufatura e construção, isto deve-se às assimetrias de informação nas relações existentes entre os proprietários/gerentes, bem como ao nível de ativos tangíveis que as empresas do sector da indústria têm para prestar como garantias (Serrasqueiro *et al.*, 2011).

De acordo com a pesquisa de Beck e Demirguc-Kunt (2006) o financiamento é um componente importante, que facilita o crescimento e desenvolvimento das empresas, ao nível macroeconómico. No estudo realizado por Fatoki (2012), a inacessibilidade ao crédito é uma das principais causas de fracasso e baixa performance das PME na África do Sul.

Segundo o estudo de Serrasqueiro *et al.*, (2016), as decisões de financiamento das empresas familiares jovens e de pequena dimensão, estão mais próximas dos pressupostos da POT, enquanto as decisões de financiamento das empresas familiares antigas e de grande dimensão estão mais próximas dos pressupostos da TOT, ou seja, as empresas mais jovens e de pequena dimensão recorrem a fundos internos para financiarem as suas atividades, dando pouca importância ao uso da dívida sob o objetivo de alcançarem um nível ótimo que corresponde à maximização dos benefícios fiscais e minimização dos custos de falência. Enquanto as empresas familiares com mais idade e de maior dimensão consideram mais eficaz a possibilidade de alcançar um nível ótimo de dívida, sendo menos relevante a preferência por fundos internos para financiar atividades. Segundo o estudo de Serrasqueiro *et al.*, (2016), o acesso ao financiamento por parte das empresas familiares jovens e de pequeno porte, é dificultado em períodos de recessão económica juntamente com taxas de juros elevados e períodos de crise financeira, devido aos credores imporem condições de crédito mais restritas devido à idade e dimensão deste tipo de empresas.

De acordo com Serrasqueiro (2016), as empresas jovens podem ter dificuldades na obtenção de crédito, tornando-se mais dependentes do fluxo de caixa interno para financiarem as suas necessidades de investimento. A prestação de garantias, isto é, colaterais, desempenha um papel indispensável para as PME obterem financiamento por dívida (Abdulsaleh e Worthington, 2013). Contudo, de acordo com Abdulsaleh e Worthington (2013), à medida que as PME evoluem ao longo do ciclo de vida, começam a ter capacidade para fornecer garantias, e atraírem a atenção dos credores. Se as PME tiverem *networks*, então têm uma maior probabilidade de receber aprovação no seu empréstimo e obter taxas de juro inferiores (Vos *et al.*, 2007). Para Beck e Torre (2007) o desenvolvimento económico e social está relacionado com o acesso ao

financiamento das empresas. Segundo Nunes *et al.*, (2010), quando o financiamento interno não é suficiente, o acesso à dívida pode ser fulcral para que as PME aproveitem boas oportunidades de investimento. Contudo, segundo Fagiolo e Luzzi (2006), se as PME dependerem excessivamente da dívida de curto prazo, estão sujeitas a um *stress* financeiro em que podem ficar limitadas as suas possibilidades de crescimento e diversificação.

Os resultados do estudo de Lee *et al.*, (2015) demonstram que as empresas inovadoras têm maior dificuldade no acesso ao financiamento do que as outras empresas.

Apesar de as PME terem algumas dificuldades em obter financiamento externo, de acordo com Eniola e Entebang (2015), o crédito bancário influencia de forma positiva a performance das PME. Martínez-Sola, García-Teruel e Martínez-Solano (2014), referem que existe uma relação positiva entre o investimento em dívida e a performance das PME. Os autores proferem ainda que a gestão eficiente do crédito comercial pode melhorar significativamente a performance da empresa. Deste modo, torna-se pertinente a formulação das seguintes hipóteses de investigação:

Hipótese 1: Existe um relacionamento positivo entre a performance financeira e a dívida das PME.

Hipótese 1a: Existe um relacionamento positivo entre a performance financeira e a dívida das PME do sector da indústria transformadora.

Hipótese 1b: Existe um relacionamento positivo entre a performance financeira e a dívida das PME do sector dos serviços.

2.3 Determinantes da performance financeira

2.3.1 Idade

A idade aparenta ser importante para sobrevivência das PME dos serviços, PME do sector da indústria transformadora e construção (Serrasqueiro *et al.*, 2011). De acordo com Nunes, Viveiros, e Serrasqueiro (2012) não existe consenso acerca da influência da idade na performance das empresas. Para Coad, Holm, Krafft e Quatraro (2018), existe uma relação hipotética da correlação entre idade e performance, uma vez que a única interpretação que se faz a esta relação é de que a idade aumenta a performance. Os autores mencionam que a influência da idade na performance é provavelmente através de mecanismos de intermediação como a rotinização, a reputação e a rigidez organizacional.

Segundo Jovanovic (1982), com o passar dos anos, os gestores exploram, em maior dimensão, as oportunidades de investimento, deste modo só nos estágios mais avançados do ciclo de vida é que as empresas são capazes de obter maiores taxas de performance financeira.

Os resultados empíricos do estudo de Nunes *et al.*, (2012), respeitantes às PME mostram que a idade tem um efeito positivo de maior magnitude na performance das PME mais jovens (até 10 anos) do que nas PME mais antigas (mais de 10 anos). Fagiolo e Luzzi (2006) concluíram que as empresas jovens e com liquidez tinham um crescimento mais persistente do que empresas jovens ou mais velhas e com pouca liquidez, e o primeiro tipo de empresas tornaram-se dinâmicas e com altos níveis de performance. Também, Nunes e Serrasqueiro (2015) verificaram que a idade influencia de forma positiva a performance das KIBS portuguesas.

No estudo de Loderer e Waelchli (2010), embora não sobre PME, os autores mencionam que a idade prejudica progressivamente a performance das empresas cotadas, este fenómeno está relacionado a rigidez organizacional e inércia que levam a que as empresas não inovem. Com o passar do tempo, o custo do produto vendido (CPV) e despesas aumentam com a idade, levando a que o lucro e o crescimento diminua.

Risseeuw (1997) rejeita a hipótese de a performance aumentar com a idade da empresa, argumenta que não existe nenhuma relação entre a idade de uma empresa e a sua performance.

Com base no mencionado anteriormente postulam-se as seguintes hipóteses:

Hipótese 2: Existe um relacionamento positivo entre a performance financeira e a idade das PME.

Hipótese 2a: Existe um relacionamento positivo entre a performance financeira e a idade das PME do sector da indústria transformadora.

Hipótese 2b: Existe um relacionamento positivo entre a performance financeira e a idade das PME do sector dos serviços.

2.3.2 Dimensão

Para os investigadores nas áreas de finanças, contabilidade, economia industrial e gestão estratégica, a dimensão é uma variável considerada fundamental para explicar a performance das empresas (Serrasqueiro e Nunes, 2008). Segundo Amato e Amato (2004), os contributos para

a economia industrial e estratégia sugerem que a dimensão da empresa pode ser um determinante importante para a sua performance.

De acordo com Lee (2009), a sabedoria convencional é de que as empresas de maior dimensão tendem a ser mais lucrativas do que as empresas menores, seja por ganhos de eficiência ou por maior poder de mercado. Sendo, as principais características de uma grande empresa são as suas diversas capacidades e habilidades para explorar economias de escala e formalização dos seus procedimentos (Majumdar, 1997).

Power e Reid (2003) concluíram que as PME maduras reduzem o seu número de funcionários, a fim de ganharem novas melhorias na performance. Segundo os autores, se for uma empresa de indústria, tal já não se verifica, pois os funcionários são necessários para responder a mudanças técnicas, ou seja, a empresa pode necessitar de aumentar o seu capital humano.

No estudo realizado por Serrasqueiro e Nunes (2008), os autores concluem que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa, entre a dimensão das PME portuguesas e a sua performance, seja qual for a medida utilizada, a dimensão relaciona-se de forma positiva com a performance. Os resultados de Serrasqueiro (2009), relativamente às empresas portuguesas, apontam que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a dimensão e a rendibilidade, a autora conclui que quanto maior a empresa for, maior a rendibilidade da mesma. Nunes *et al.*, (2009), no seu estudo sobre empresas portuguesas pertencentes aos sectores da Indústria e Serviços concluem que a dimensão tem uma relação positiva com a performance. No trabalho de Nunes *et al.*, (2012), os autores concluem que a dimensão assume maior importância para o aumento da performance das PME mais jovens do que para o aumento da performance das PME mais antigas. Contudo, os resultados de Goddard *et al.*, (2005) apontam para uma relação negativa entre a dimensão e a performance das empresas de manufatura e serviços da Bélgica, França, Itália e UK. Também no estudo de Pattitoni *et al.*, (2014), realizado sobre empresas privadas da UE¹, os resultados evidenciam que a dimensão tem um efeito negativo na performance das empresas, os autores explicam esta evidência com base nos problemas de agência e na flexibilidade organizacional. Adams e Buckle (2003), no seu estudo sobre empresas do sector Segurador, nas Bermudas, concluem que a dimensão não é relevante no estudo da performance financeira destas empresas.

Assim sendo, formulam-se as seguintes hipóteses:

¹ Países analisados no estudo: Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Portugal, Reino Unido e Suécia.

Hipótese 3: Existe um relacionamento positivo entre a performance financeira e a dimensão das PME.

Hipótese 3a: Existe um relacionamento positivo entre a performance financeira e a dimensão das PME do sector da indústria transformadora.

Hipótese 3b: Existe um relacionamento positivo entre a performance financeira das PME do sector dos serviços e a dimensão.

2.3.3 Estrutura do ativo

As empresas com maior nível de ativos tangíveis apresentam maior capacidade de prestar colaterais, conseqüentemente têm maior facilidade de acesso ao financiamento e por conseguinte permite as empresas maior nível de financiamento externo na sua estrutura de capital (Cassar e Holmes, 2003). De acordo com Matias e Serrasqueiro (2017), as empresas que têm mais ativos tangíveis têm maior facilidade em obterem financiamento através da dívida. No estudo de Costa, Laureano e Laureano (2014), os autores apontam que as empresas que têm mais ativos tangíveis podem usá-los como garantias, conseguindo prazos de dívida maiores. Os resultados de Farinha e Félix (2015) sugerem que o nível de ativos disponíveis para prestar como garantias influencia de forma positiva a obtenção de crédito pela empresa.

De acordo com Abdulsaleh e Worthington (2013), a estrutura de ativos, na medida que reflete a capacidade de prestar garantias, influencia o comportamento financeiro das PME. Os resultados empíricos de Dacosta e Adusei (2016) concluem que empresas do Reino Unido usam os seus ativos como garantia para garantir as suas dívidas.

No estudo realizado por Cassar e Holmes (2003), às PME australianas, os autores concluíram que a estrutura de ativos que as PME apresentam é relevante para obterem financiamento bancário.

No trabalho de Galbreath e Galvin (2008), a empresas da indústria transformadora e de serviços australianas, os autores concluem que os ativos intangíveis têm uma relação positiva e estatisticamente significativa com a *performance*, enquanto os ativos tangíveis não têm uma relação significativa. Também os resultados do estudo de Andonova e Ruíz-Pava (2016), as empresas colombianas, indiciam que os ativos intangíveis desempenham um papel importante na performance destas.

Serrasqueiro e Nunes (2008) identificaram uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o nível dos ativos e a performance das PME portuguesas. Também no estudo de Nunes *et*

al., (2009), as empresas dos sectores de e da indústria, os resultados indicaram que a estrutura de ativos tem uma relação negativa com a performance. Assim, formulam-se as seguintes hipóteses:

Hipótese 4: Existe um relacionamento negativo entre a performance financeira e o nível de ativos tangíveis das PME.

Hipótese 4a: Existe um relacionamento negativo entre a performance financeira e o nível de ativos tangíveis das PME do sector da indústria transformadora.

Hipótese 4b: Existe um relacionamento negativo entre a performance financeira e o nível de ativos tangíveis das PME do sector dos serviços.

2.3.4 Oportunidades de Crescimento

No contexto da nova economia do conhecimento, os ativos intangíveis têm vindo a assumir uma importância crescente, face aos tradicionais fatores tangíveis, em termos da determinação das vantagens competitivas da empresa. Tendo por referência os trabalhos seminais de Knight (1921) e Schumpeter (1934), a empresa pode assim considerar-se como um conjunto integrado de capacidades únicas e difíceis de imitar. Nesta perspetiva, esse conjunto integrado tem origem na capacidade da empresa para selecionar, mobilizar e gerir a escassez de ativos tangíveis e intangíveis, no sentido de desenvolver atividades de uma forma única que confirmam um benefício superior aos seus clientes, por comparação com o benefício oferecido pelos concorrentes (Prahalad e Hamel, 1990; Conner e Prahalad, 1996; Grant, 1996, Colombo e Grilli, 2005).

De acordo com Howells (1994), a capacidade concorrencial das empresas depende da interdependência estabelecida entre ativos tangíveis e intangíveis. No que diz respeito aos ativos tangíveis estes incluem, entre outros, fábricas e equipamento produtivo, os quais no caso das pequenas empresas, se prendem com a maior ou menor capacidade dos seus fundadores ou gestores para desenvolverem atividades de desenho e engenharia de processos e produtos, no sentido de corresponderem às necessidades competitivas enfrentadas no mercado. O autor subdivide ainda os ativos intangíveis em duas categorias: (i) formais (que abrangem patentes, licenças, Investigação e Desenvolvimento (I&D), outros direitos de propriedade intelectual e formação), e (ii) informais (que se relacionam, fundamentalmente, com o conhecimento tácito).

Segundo Serrasqueiro, Armada e Nunes (2011), as pequenas e médias empresas (PME), principalmente as menores e mais jovens, com oportunidades de crescimento que estão

associadas a alto risco, são conhecidas por terem dificuldade na obtenção de financiamento externo, nestes casos, o tamanho e os ativos tangíveis podem ser particularmente importantes para as estas PME obterem dívida em condições mais vantajosas para financiarem as múltiplas oportunidades de investimento. As oportunidades de crescimento desempenham um papel importante na determinação da política de financiamento da empresa, é expectável que as empresas com boas oportunidades de crescimento tenham poucas dívidas (Goyal, Lehn e Racic, 2002).

As empresas maiores têm maiores oportunidades de crescimento do que as empresas mais pequenas, uma vez que estas possuem um mercado proporcionalmente maior (Bentzen, Madsene Smith, 2006). Audia e Greeve (2006) advogam que a dimensão da empresa pode ser entendida como uma função do *stock* de ativos intangíveis, designadamente, dos que têm origem no denominado capital social, o qual assume a forma de legitimidade, relações com parceiros externos e confiança entre os membros de uma dada organização. Deste modo, a falta de capital social pode contribuir para o reforço da ameaça inerente ao cenário de baixa performance, o que acaba por contribuir para os gestores assumirem uma conduta mais avessa ao risco. Ferrando, Köhler-Ulbrich e Pál (2007), verificaram que as empresas maiores são mais lucrativas, deste modo estas empresas estão numa posição mais confortável para realizarem as suas oportunidades de crescimento.

Danbolt, Hirst e Jones (2002), no seu estudo encontraram evidências para as micro e pequenas empresas de restrições financeiras, o que indicia que o crescimento seja limitado pela disponibilidade de recursos, e deste modo as empresas ficam limitadas na realização das suas necessidades de financiamento específicas do sector ou das oportunidades de crescimento que tenham.

Para as empresas com oportunidades de crescimento, o uso da dívida é limitado, assim como no caso de falência, o valor das oportunidades de crescimento será próximo de zero (Gaud, Jani, Hoesli e Bender, 2005).

Chen (2004), nas empresas da China, apurou uma relação positiva entre as oportunidades de crescimento e o endividamento. Em oposição, no estudo de Bouallegui (2006), o autor conclui que as oportunidades de crescimento estão negativamente correlacionadas com a alavancagem, isto é, as empresas com grandes oportunidades de investimento têm alavancagem significativamente menor do que as empresas com poucas oportunidades de investimento.

De acordo com Davidsson, Achtenhagen e Naldi (2010), as evidências empíricas sobre a relação entre o crescimento e a performance são inconclusivas. Deste modo, podemos formular as seguintes hipóteses:

Hipótese 5: Existe um relacionamento positivo entre a performance financeira e as oportunidades de crescimento das PME.

Hipótese 5a: Existe um relacionamento positivo entre a performance financeira e as oportunidades de crescimento das PME do sector da indústria transformadora.

Hipótese 5b: Existe um relacionamento positivo entre a performance financeira e as oportunidades de crescimento das PME do sector dos serviços.

2.3.5 Crise financeira

A recessão identifica-se com um abrandamento geral da atividade económica, durante um período de tempo que pode ser longo (Geroski e Gregg, 1996; Shukla, 2010). A crise financeira que se iniciou em 2007, teve origem numa crise de crédito em julho do mesmo ano nos EUA, e alastrou-se para outros países e interferiu na atividade do sistema financeiro (Kenc e Dibooglu, 2010; Culpeper, 2012). Assim, no período compreendido entre o final de 2007 e o segundo trimestre de 2009, a economia global entrou em crise, que veio a recuperar lentamente no terceiro trimestre de 2009 (De La Torre, Martínez Pería e Schmukler, 2010; Naidoo, 2010). Esta crise foi um dos eventos mais graves que a economia mundial passou desde a grande depressão (Kenc e Dibooglu, 2010).

Desde o início da crise financeira global, na zona euro o declínio no investimento empresarial foi mais perceptível nos países que foram atingidos pelas crises bancárias ou de dívida soberana, a capacidade das empresas atraírem novos investimentos também foi restringida, devido ao efeito da sobreavaliação da dívida, aos altos níveis de endividamento das empresas no período antecedente à crise (Serrasqueiro, 2016). Assim, as empresas europeias enfrentam restrições de financiamento com efeitos negativos no investimento em ativos fixos (Siedschlag *et al.*, 2014). Portugal, em 2008, também foi atingido pela crise financeira internacional (INE, 2014). De acordo com o relatório “Empresas de Portugal 2012”, realizado pelo INE, entre 2008 e 2012, o número de empresas no país diminuiu. Segundo Serrasqueiro (2016), Portugal é um dos países mais afetado pela crise financeira global de 2008.

De acordo com Serrasqueiro (2016, p.2), “a crise financeira global e a subsequente crise da dívida podem ter stressado as imperfeições do mercado de capitais, e portanto, as restrições de financiamento ao investimento enfrentadas pelas PME portuguesas”.

Na sequência da crise financeira da zona euro, as taxas de juro e *spreads* das empresas portuguesas aumentaram de forma significativa entre 2010 e 2013 (Leão, Martins, e Gonçalves, 2014). Em 2013, a taxa de juro média em Portugal foi de 5,5%, enquanto na Alemanha, foi de

1,9%, e em países que estavam com dificuldades de financiamento e problemas no seu sistema financeiro, como por exemplo a Irlanda, a Espanha e a Itália, as taxas são significativamente mais baixas e próximas as praticadas na Alemanha (Leão *et al.*, 2014).

No estudo efetuado por Geroski e Gregg (1996), acerca dos efeitos da recessão sobre as empresas do Reino Unido, concluíram que as empresas que tinham índices de dívida mais elevados foram extremamente afetadas pela recessão.

Vários estudos concluem que as PME seguem a teoria das preferências hierárquicas, logo evidenciando que estas empresas são dependentes do financiamento por capital alheio, quando esgotam o financiamento interno para suprimir as suas necessidades. Assim, a crise financeira tem consequências negativas na obtenção de crédito e na rentabilidade financeira destas empresas, traduz-se na insuficiência de recursos financeiros, o que retrai o investimento e portanto, o crescimento/desenvolvimento das PME (Farinha e Félix, 2015).

De acordo com o trabalho de Lawless, O'Connell e O'Toole (2015), sobre as PME irlandesas, o aumento da dívida, no período de crise, teve efeitos negativos na performance das empresas, estes efeitos são mais significativos nas empresas que entraram em colapso após a crise.

No estudo de Serrasqueiro (2016) sobre as PME portuguesas, consideram-se os efeitos potenciais da crise financeira global nos investimentos das PME portuguesas, sendo que a crise é um fator negativo nas PME de alto e baixo investimento. No trabalho realizado por Soinenen, Puumalainen, Sjögrén e Syrjä (2012), sobre as PME finlandesas, a performance das empresas foi afetada negativamente pela recessão de 2008-2009.

Com base no referido anteriormente formulam-se as seguintes hipóteses de investigação:

Hipótese 6: Existe um relacionamento negativo entre a performance financeira e a crise financeira das PME.

Hipótese 6a: Existe um relacionamento negativo entre a performance financeira e a crise financeira das PME do sector da indústria transformadora.

Hipótese 6b: Existe um relacionamento negativo entre a performance financeira e a crise financeira das PME do sector dos serviços.

3. Metodologia

3.1 Tipo de Abordagem de Investigação

A fim de se alcançar o objetivo proposto nesta investigação, é necessário escolher a metodologia adequada. Os tipos e abordagens de investigação dividem-se em quatro pontos: (i) o propósito do estudo, investigação exploratória, investigação descritiva e investigação interpretativa; (ii) a forma da investigação, método indutivo ou método dedutivo; (iii) natureza da ciência social, abordagem objetiva ou abordagem subjetiva, e por último, (iv) técnica de obtenção de dados, investigação quantitativa e/ou investigação qualitativa.

3.2 Amostra, Variáveis de Investigação e Método de Estimação

3.2.1 Amostra de Investigação e Recolha de Dados

A amostra deste estudo é constituída por PME portuguesas, do sector da indústria transformadora e do sector dos serviços. Os dados foram obtidos com recurso à base de dados Amadeus, da qual se extraíram os dados para o período compreendido entre 2007 e 2015. De acordo com a Recomendação 2003/361/CE da Comissão de 6 de Maio de 2003 relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas (2003), “a categoria do micro, pequenas e médias empresas (PME) é constituída por empresas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros”.

A amostra é constituída por 27% de PME do sector da indústria transformadora, e o restante, 73% são PME empresas do sector dos serviços. No que diz respeito as PME do sector da indústria transformadora a amostra é constituída por, (i) 490 empresas que estiveram presentes em todo o período de 2007-2015, (ii) 2608 empresas foram criadas no período de 2007-2015, e (iii) 3238 empresas fecharam no período de 2007-2015. Relativamente às PME do sector dos serviços a amostra é constituída por, (i) 610 empresas que estiveram presentes em todo o período de 2007-2015, (ii) 7828 empresas foram criadas no período de 2007-2015, e (iii) 2335 empresas fecharam no período de 2007-2015. Na tabela 2, apresenta-se a composição da amostra ao longo do período em análise.

Tabela 2 - Estrutura da amostra

	Amostra de PME	Número de empresas	
		PME do sector da indústria transformadora	PME do sector dos serviços
Empresas presentes em todo o período de 2007-2015	1019	409	610
Empresas criadas no período de 2007-2015	10436	2608	7828
Empresas que fecharam no período de 2007-2015	3238	903	2335
Total	14693	3920	10773

No presente estudo, com o objetivo de analisar o relacionamento entre a performance financeira e os fatores determinantes, selecionamos duas subamostras de PME: uma subamostra constituída por PME do sector da indústria transformadora e a outra subamostra constituída por PME do sector dos serviços. A opção por estas duas subamostras constituídas por empresas do sector da indústria transformadora e do sector de serviços está relacionada com a estrutura de ativo associada às atividades desenvolvidas. Segundo Serrasqueiro *et al.*, (2011), as empresas da indústria transformadora têm as suas atividades baseadas em ativos tangíveis. Desta forma, quanto maior o nível de ativos tangíveis maior é a capacidade de oferecer colaterais, consequentemente as empresas dispõem de condições mais favoráveis no acesso ao crédito. No entanto, as empresas do sector de serviços têm atividades que não se baseiam num nível tão elevado de ativos tangíveis. Consequentemente, estas empresas têm acesso ao crédito em condições menos favoráveis e portanto, poderão estar mais restringidas no acesso ao crédito.

3.2.2 Variáveis de Investigação

Para se analisar o relacionamento entre a performance financeira e o financiamento externo, isto é, a dívida das PME, com base na revisão de literatura, definimos como variável dependente a performance financeira, e como variáveis independentes o financiamento externo, isto é, a dívida, a idade, a dimensão, os ativos tangíveis, a crise financeira, as oportunidades de crescimento.

Na Tabela 3, apresentam-se as variáveis de investigação bem como a respetiva medida. Para determinar qual a medida a aplicar-se teve-se por base os estudos sobre a performance, nomeadamente, Mehra (1996), Yamin, Gunasekaran e Mavondo (1999), Adams e Buckle (2003), Cassar e Holmes (2003), Nunes *et al.*, (2009), Nunes *et al.*, (2012), Nunes e Serrasqueiro (2012), Pattitoni *et al.*, (2014), Kalkan, Bozkurt, e Arman (2014), Nunes e Serrasqueiro, (2015), Adair e Adaskou (2015), Serrasqueiro *et al.*, (2016) e Serrasqueiro (2016).

Tabela 3 - Variáveis de Investigação

Variável	Medida
Variável dependente	
Performance financeira (<i>Perf</i>)	Rácio entre resultados antes de encargos financeiros e impostos e o ativo total
Variáveis independentes	
Financiamento externo (<i>Fext</i>)	Rácio entre a dívida e o ativo total
Idade (<i>Id</i>)	Logaritmo do número de anos da empresa
Dimensão (<i>Dim</i>)	Logaritmo do ativo total
Ativos tangíveis (<i>Tang</i>)	Rácio entre ativos tangíveis e o ativo total
Oportunidades de crescimento (<i>GO</i>)	Rácio entre os ativos intangíveis e o ativo total
Crise financeira (<i>Crise</i>)	Variável <i>dummy</i> , valor=1, para anos de 2008 e 2009*, valor=0, para os restantes anos de análise

* Altura em que se iniciou a crise financeira, de acordo com Naidoo (2010)

3.2.3 Método de Estimação

O presente estudo visa analisar o relacionamento entre a performance financeira das PME e diferentes variáveis explicativas. A análise dos efeitos das variáveis independentes sobre a performance financeira recai sobre dados recolhidos para o período de 2007 a 2015, recorrendo a modelos de dados em painel. Segundo Marques (2000), os dados em painel permitem: maior quantidade de informação, maior variabilidade dos dados, menor colinearidade entre as variáveis, maior número de graus de liberdade e maior eficiência na estimação.

A utilização de estimadores dinâmicos em painel tem as seguintes vantagens: (i) a utilização de variáveis em primeiras diferenças permite eliminar a correlação existente entre os efeitos individuais não observáveis e a persistência do período prévio; e (ii) a utilização de variáveis instrumentais (variáveis dependentes e independentes desfasadas) permite eliminar a correlação entre o erro e a persistência do período prévio. Para além disso, a utilização de estimadores dinâmicos de painel, face à utilização de modelos estáticos de painel comporta ainda as seguintes vantagens: (i) controlo da endogeneidade; (ii) maior controlo da possível colinearidade entre as variáveis independentes; e (iii) redução do problema da omissão de variáveis explicativas (Marques, 2000 e Baltagi, 2005). De acordo com Baltagi (2005) utilizando dados em painel podemos optar pela utilização: (i) de modelos estáticos de painel (regressões OLS, modelos de painel de efeitos aleatórios, de modelos de painel de efeitos fixos); ou (ii) de estimadores dinâmicos de painel (GMM (1991); GMM System (1998); LSDVC (2005)). A presente investigação irá ser feita com recurso a estimadores dinâmicos de painel, nomeadamente ao estimador GMM System (1998).

O estimador proposto por Arellano e Bond (1991) - GMM (1991), para os modelos de painel dinâmicos, utiliza variáveis desfasadas como variáveis explicativas, recorrendo ao método dos momentos generalizados (GMM), o qual consiste na utilização da variável desfasada em dois

períodos e a utilização de instrumentos recentes para as equações em primeiras diferenças, com a finalidade de eliminar os efeitos específicos de cada empresa e de cada ano (Baltagi, 2005). Mais tarde, Blundell e Bond (1998), com o objetivo de superar algumas limitações do estimador GMM (1991), desenvolveram o estimador *GMM System*. Os autores concluíram que, quando se verifica uma elevada correlação entre os valores no período corrente e no período anterior, isto é, a variável dependente ser persistente, e o número de períodos não for muito elevado, os resultados obtidos através do estimador GMM (1991) não são robustos (Baltagi, 2005). Os resultados dos estimadores GMM (1991) e *GMM System* (1998) só podem ser considerados robustos mediante duas condições: (i) os instrumentos têm de ser válidos; e (ii) não pode existir auto correlação de segunda ordem.

No estimador proposto por Arellano e Bond (1991) quando as variáveis desfasadas estão correlacionadas com as variáveis em primeiras diferenças, poderá conduzir a estimadores enviesados, sendo, nestas circunstâncias, os instrumentos disponíveis para a equação de primeiras diferenças considerados fracos (Blundell e Bond, 1998).

Na determinação do estimador *GMM System* (1998), Blundell e Bond (1998) sugerem um sistema de equações com variáveis em nível e em primeiras diferenças. Assim, este sistema de equações do estimador *GMM System* (1998) combina em simultâneo um conjunto de equações em primeiras diferenças utilizando como instrumentos as variáveis desfasadas, e um conjunto adicional de equações em nível tendo como instrumentos as variáveis em primeiras diferenças desfasadas.

Com base no estimador *GMM System* (1998), os relacionamentos entre os fatores determinantes e a performance das PME pode apresentar-se segundo a seguinte equação:

$$Perf_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Perf_{i,t-1} + \beta_2 Fext_{i,t} + \beta_3 Id_{i,t} + \beta_4 Dim_{i,t} + \beta_5 Tang_{i,t} + \beta_6 GO_{i,t} + S_i + d_t + v_i + e_{i,t} \quad (1)$$

onde, $Perf_{i,t-1}$ é a performance da empresa i no período $t-1$; $Fext_{i,t}$, é o financiamento externo da empresa i no período t ; $Id_{i,t}$, é a idade da empresa i no período t ; $Dim_{i,t}$, é a dimensão da empresa i no período t ; $Tang_{i,t}$, é o nível de ativos tangíveis da empresa i no período t ; $GO_{i,t}$, são as oportunidades de crescimento da empresa i no período t ; S , são as *dummies* do sector de atividade; d_t , as *dummies* anuais v_i , são os efeitos individuais não observáveis nas variáveis independentes; e $e_{i,t}$ é o termo erro.

4. Resultados

4.1 Estatísticas Descritivas

De modo a responder aos objetivos desta investigação, calcularam-se as estatísticas descritivas para o período de análise 2007 a 2015. Na tabela 4, apresentam-se as estatísticas descritivas da variável dependente, isto é, a variável performance e das variáveis independentes, financiamento externo, ativos tangíveis, oportunidades de crescimento, idade e dimensão, para as empresas de cada uma das subamostras.

Tabela 4 - Estatísticas descritivas

Variáveis	PME do sector da indústria transformadora					PME do sector dos serviços				
	Observações	Média	SD	Min	Max	Observações	Média	SD	Min	Max
Perf	19493	.061	.16	-1.1	.77	53278	.081	.22	-1.1	.77
Finext	21010	.63	.27	0	.99	57909	.51	.3	0	.99
Tang	17416	.25	.23	0	.97	42714	.29	.28	0	.97
GO	17360	.0036	.021	0	.33	42353	.0086	.035	0	.33
Id	18860	1.7	1.1	0	4	51268	1.5	1	0	4
Dim	19623	4.9	1.2	.57	8.1	52774	4.2	1.3	.56	8.1

Da análise às estatísticas descritivas, verificamos que a variável dependente, performance financeira, nas PME do sector da indústria transformadora tem uma média de 0.061, enquanto nas PME do sector dos serviços, é de 0.081, podemos assim afirmar que, em termos médios as PME do sector da indústria transformadora apresentam uma performance inferior comparativamente às PME do sector dos serviços.

Relativamente às variáveis independentes analisamos que, a variável financiamento externo, isto é, a dívida, nas PME do sector da indústria transformadora tem uma média de 0.63, enquanto nas PME do sector dos serviços apresenta uma média de 0.51. Deste modo, podemos concluir que, em termos médios, as PME do sector da indústria transformadora apresentam um nível de financiamento externo, ou seja dívida, superior comparativamente às PME do sector dos serviços. As PME do sector da indústria transformadora, ao estarem mais endividadas, provavelmente, têm menor capacidade de gerar lucros, e por sua vez com menor capacidade de autofinanciamento, e ficam assim mais dependentes mais do endividamento, conforme sugere a POT. Todavia, as PME com elevados níveis de endividamento apesar dos benefícios fiscais ficam expostas a custos de falência, conforme os princípios da TOT.

Em termos médios as PME do sector da indústria transformadora apresentam maior dimensão do que as PME do sector de serviços (134,3 milhares € > 66.686 milhares €, respetivamente). Em termos médios, as PME do sector da indústria transformadora são mais velhas (5,5 anos) do que as PME do sector de serviços (4,5 anos).

A variável oportunidades de crescimento, em termos médios é significativamente inferior nas PME do sector da indústria transformadora, 0.0036, enquanto nas PME do sector dos serviços a média é de 0.0086.

O elevado valor do desvio padrão (superior à média) da variável oportunidades de crescimento, tanto para as PME do sector da indústria como para o sector dos serviços, demonstra a volatilidade desta variável. Isto ocorre devido ao facto de estarmos a estudar PME e existir uma maior variabilidade em termos de ativos intangíveis.

As restantes variáveis independentes apresentam um desvio padrão inferior à sua média, tanto para as PME do sector da indústria transformadora como para as PME do sector dos serviços, sendo, por isso, pouco voláteis.

4.2 Determinantes da Performance Financeira das PME

Com o objetivo de analisar os determinantes da performance financeira das PME procedeu-se à estimação da equação (1), apresentada anteriormente, utilizando o estimador dinâmico GMM System (1998). Os resultados obtidos apresentam-se na tabela 5.

Tabela 5 - Resultados obtidos

Variáveis	Variável Dependente: Perf _{i,t}	
	PME Industria Transformadora	PME Serviços
Perf _{t-1}	0.31413*** (0.09950)	0.23688*** (0.07369)
Finext	-0.33252*** (0.08262)	-0.23380*** (0.03469)
Tang	-0.14824*** (0.03538)	0.15335*** (0.04205)
GO	-0.41594*** (0.12899)	3.08145** (1.44472)
Id	-0.04240*** (0.00664)	-0.02432*** (0.00888)
Dim	0.02922*** (0.00481)	0.07784*** (0.00432)
Dcrisis	0.00357	0.02035

	(0.00522)	(0.00990)
Mills_man	-0.00462** (0.00230)	
Mills_serv		-0.00895*** (0.00215)
Constant	0.50924*** (0.11776)	-5.63251*** (0.68977)
Observations	11300	24191
Number of Firms	3531	8330
F (N(0,1))	21.55***	452.7***
Hansen	42.79*	92.30*
m1 (N(0,1))	-5.575***	-6.834***
m2 (N(0,1))	1.063	1.160

Desvios padrão em parêntesis

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Com base na tabela anterior, identificamos os seguintes relacionamentos entre os determinantes e a performance financeira, no que diz respeito às PME do sector da indústria transformadora:

- i. Uma relação positiva, e estatisticamente significativa a 1%, entre a performance financeira do período anterior e a performance financeira do período atual;
- ii. Uma relação negativa, e estatisticamente significativa a 1%, entre o financiamento externo (dívida) e a performance financeira;
- iii. Uma relação positiva, e estatisticamente significativa a 1%, entre a variável ativos tangíveis e a performance financeira;
- iv. Uma relação positiva, estatisticamente significativa a 1%, entre a variável oportunidades de crescimento e a performance financeira.
- v. Uma relação negativa, e estatisticamente significativa a 1%, entre a variável idade e a performance financeira;
- vi. Uma relação positiva, e estatisticamente significativa a 1%, entre a variável dimensão e a performance financeira;
- vii. Uma relação negativa, estatisticamente significativa a 1%, entre a variável crise e a performance financeira.

Os resultados acerca do relacionamento entre os determinantes e a performance financeira, relativamente às PME do sector de serviços indicam que:

- i. Uma relação positiva, e estatisticamente significativa a 1%, entre a performance financeira do período anterior e a performance financeira do período atual;
- ii. Uma relação negativa, e estatisticamente significativa a 1%, entre o financiamento externo (dívida) e a performance financeira;
- iii. Uma relação positiva, e estatisticamente significativa a 1%, entre a variável ativos tangíveis e a performance financeira;
- iv. Uma relação positiva, e estatisticamente significativa a 1%, entre a variável oportunidades de crescimento e a performance financeira.
- v. Uma relação negativa, e estatisticamente significativa a 5%, entre a variável idade e a performance financeira;
- vi. Uma relação positiva, e estatisticamente significativa a 1%, entre a variável dimensão e a performance financeira;
- vii. Uma relação positiva, estatisticamente não significativa, entre a variável crise e a performance financeira.

4.3 Discussão dos resultados

Tendo em conta os aspetos teóricos anteriormente mencionados, ao longo do ponto 2, sobre a performance financeira e seus determinantes, estamos agora em condições de analisar os resultados obtidos através do estimador GMM System (1998).

Os resultados obtidos sugerem que os relacionamentos entre os determinantes aqui considerados e a performance financeira apresentam sinais idênticos para as PME do sector da indústria transformadora e do sector de serviços, exceto no que diz respeito à variável crise financeira.

A performance financeira do período anterior influencia positivamente a performance do período atual para as PME de ambos os sectores de atividade. Estes resultados sugerem que a performance é persistente, isto é, a performance é um processo contínuo ao longo do tempo. Adicionalmente, estes resultados sugerem que possíveis efeitos negativos a nível de competitividade enfrentados pelas empresas de menor dimensão não implicam mudanças profundas da performance ao longo do tempo. No entanto, verifica-se que o efeito da performance financeira do período anterior sobre a performance do período atual apresenta uma magnitude relativa superior para as PME do sector de serviços, indicando que para estas empresas a performance financeira apresenta maior persistência. Este resultado sugere que o sector de atividade parece ser importante na explicação da persistência da performance.

O financiamento externo, ou seja, a dívida, e a performance financeira têm uma relação negativa e estatisticamente significativa a 1%, tanto para as PME do sector da indústria

transformadora como para as PME do sector dos serviços, pelo que rejeitamos as Hipóteses 1, 1a e 1b que pressupunham a existência de um relacionamento positivo entre a performance financeira das PME do sector da indústria transformadora e do sector dos serviços e o financiamento externo. Assim, estas empresas quando se financiam pelo recurso à dívida verificam menor performance financeira. O endividamento tem um impacto negativo com maior magnitude relativa para as PME do sector da indústria transformadora do que para as PME do sector de serviços. Isto sugere que as PME portuguesas preferem financiar-se através de fundos internos (Nunes *et al.*, 2010; Matias e Serrasqueiro 2017), ou seja, as PME portuguesas seguem a POT, tal como Bhaird e Lucey (2006), Abor e Biekpe (2007) e Nunes, Serrasqueiro e Leitão, (2010) verificaram nos seus estudos.

Esta evidência vai de encontro aos resultados dos estudos de Phillips, Sipahioğlu e Student (2004), Abor e Biekpe (2007), Serrasqueiro e Nunes (2008), Nunes *et al.*, (2009) e Martínez-Sola *et al.*, (2014), Lawless *et al.*, (2015). Pervan e Mlikota (2013) identificaram uma relação negativa entre o financiamento externo e a performance. De acordo com Serrasqueiro e Nunes (2008), um maior nível de financiamento das PME portuguesas não contribui para a melhoria da sua performance, mas sim para a necessidade de pagamento periódico dos encargos da dívida que origina uma diminuição da performance da empresa (Phillips, Sipahioğlu e Student, 2004).

Contudo este resultado não corrobora os resultados de Fatoki (2012), Eniola e Entebang (2015) e Martínez-Sola *et al.*, (2014), onde os autores referem que o financiamento influencia de forma positiva a performance das PME. No estudo de Nunes *et al.*, (2010), sobre as PME do sector dos serviços portuguesas, os autores concluem que uma maior utilização da dívida de longo prazo tem um efeito positivo na performance.

A variável idade tem uma relação negativa e estatisticamente significativa a 1%, no caso das PME do sector da indústria transformadora, e a 5%, no caso das PME do sector dos serviços, com a performance financeira, deste modo rejeitamos as Hipóteses 2, 2a e 2b. Esta evidência sugere que as PME à medida que evoluem ao longo do seu ciclo de vida verificam uma diminuição da performance financeira. Este resultado não é uma novidade para a literatura, uma vez que não existe um consenso no que diz respeito à relação entre a idade e a performance das empresas (Nunes *et al.*, 2012). Assim sendo, o nosso resultado vai de encontro aos obtidos por Kuncová *et al.*, (2016).

Risseeuw, (1997), no seu estudo, sobre o sector do mobiliário holandês, rejeita a hipótese de a performance aumentar com a idade. Segundo o autor, para as empresas muito pequenas, não existe uma relação entre a idade da empresa e a sua performance, uma vez que o desempenho de empresas maiores piora à medida que estas envelhecem. Loderer e Waelchli (2010)

encontraram evidência no seu estudo, de empresas cotadas, que a performance diminui à medida que a idade aumenta.

Contudo, seria de se esperar que as empresas mais antigas tivessem uma performance superior, e que por sua vez fossem mais lucrativas dado que detêm uma maior experiência para poderem antecipar o mercado (Majumdar, 1997).

Em relação às Hipóteses 3, 3a e 3b, não se podem rejeitar, uma vez que, em ambos os sectores existe uma relação positiva e estatisticamente significativa a 1%, entre a variável dimensão e a performance financeira. Este resultado indicia que à medida que a empresa vai obtendo dimensão, a sua performance vai aumentando. Esta evidência vai de encontro aos resultados dos estudos de Serrasqueiro e Nunes (2008), Serrasqueiro (2009), Nunes *et al.*, (2009) e Kuncová *et al.*, (2016). Pervan e Mlikota (2013) apuraram um resultado idêntico, apesar de o estudo não ter as PME como objeto de análise.

Serrasqueiro e Nunes (2008) afirmam que a maior dimensão das PME portuguesas permite-lhes um maior nível de aproveitamento das economias de escala, dos recursos, uma maior capacidade de enfrentarem alterações no mercado.

Autores como, Power e Reid (2003), mencionam que as empresas industriais podem ter necessidade de aumentar o seu capital humano a fim de estas terem capacidade para responder a mudanças técnicas, todavia, os resultados de Nunes, Serrasqueiro e Leitão (2010) sugerem que a dimensão é relevante para um aumento da performance das PME de serviços.

Em oposição, Adams e Buckle (2003), mencionam que para as empresas do sector de serviços, nas Bermudas, a dimensão não é um fator explicativo para a performance financeira. Assim como, Bucevska e Misheva (2017), verificaram que não há evidências da influência da dimensão na performance no sector bancário. Por sua vez, Goddard, Tavakoli e Wilson (2005), no seu estudo a empresas da indústria transformadora e do sector dos serviços belgas, francesas, italianas, espanholas e britânicas, concluem que a dimensão influencia de forma negativa a performance. Também Knezevic e Dobromirov (2016) no seu estudo ao sector bancário da Sérvia verificaram uma relação negativa entre a dimensão e a performance. Os autores concluem que não existem evidências de que os bancos maiores tendam a ter uma lucros maiores devido as economias de escala (Bucevska e Misheva, 2017). Martínez-Sola, García-Teruel e Martínez-Solano (2014), verificaram que as empresas com uma dimensão menor têm uma maior performance, devido à sua flexibilidade interna.

Relativamente às Hipóteses 4, 4a e 4b, as mesmas são rejeitadas, uma vez que, o nível dos ativos tangíveis tem um efeito positivo com uma magnitude similar para as PME dos dois sectores de atividade. Apesar de as PME do sector dos serviços terem menor nível de ativos tangíveis associado ao desenvolvimento das suas atividades, este tipo de ativos tem um papel similar ao verificado nas PME do sector da indústria transformadora.

Analisando os resultados do estudo de Galbreath e Galvin (2008), a evidência encontrada neste estudo, é a oposta da que os autores obtiveram, uma vez que os mesmos mencionam que os ativos tangíveis não têm uma relação estatisticamente significativa com a performance nas empresas da indústria transformadora e dos serviços. Também Serrasqueiro e Nunes (2008) e Nunes *et al.*, (2009) encontraram uma relação negativa entre o nível de ativos tangíveis e a performance.

A variável oportunidades de crescimento tem um efeito positivo, e estatisticamente significativo a 1% na performance financeira em ambos os sectores, todavia no sector dos serviços apresenta uma magnitude superior. Deste modo, não podemos rejeitar as Hipóteses 5, 5a e 5b. Esta evidência vai de encontro ao resultado obtido por Martínez-Sola *et al.*, (2014), no seu estudo às PME espanholas.

Serrasqueiro, Nunes e Sequeira (2007), verificaram que nas empresas cotadas portuguesas, com pequenas e grandes oportunidades de crescimento tendem a ter uma performance alta, mas na presença de um nível médio de oportunidades de crescimento as empresas tendem a ter uma baixa performance.

Neste estudo já verificamos que a dimensão influência de forma positiva a performance das PME portuguesas, assim verificamos que estas empresas têm uma posição mais favorável para realizarem as suas oportunidades de crescimento (Ferrando, Köhler-Ulbrich e Pál, 2007).

Segundo Martínez-Sola *et al.*, (2014), as empresas de alto crescimento, podem aproveitar as condições ao financiamento externo, mais precisamente do crédito comercial como ferramenta competitiva para aumentarem a sua performance.

No que concerne à variável crise financeira, obteve-se um resultado diferente para ambos os sectores. No sector da indústria transformadora, existe uma relação negativa, e estatisticamente significativa a 1%, entre a variável crise e a performance financeira, pelo que não podemos aceitar a Hipótese 6 integralmente, mas podemos aceitar a Hipótese 6a. Naidoo (2010), enuncia que a crise económica de 2007-2009, afetou o sector industrial, assim, aliada a esta crise surgiu uma crise industrial. Deste modo, conseguimos entender melhor o porque de

a performance das PME portuguesas do sector da industria transformadora ter uma relação negativa com a crise financeira.

Enquanto para o sector dos serviços, a mesma variável tem uma relação positiva, estatisticamente não significativa, com a performance financeira, rejeitamos assim, a Hipótese 6b. Deste modo, a evidência obtida para as empresas do sector dos serviços vai de encontro as conclusões obtidas por Soininen *et al.*, (2012).

Ao nível do sector bancário, Knezevic e Dobromirov (2016), verificaram que, de modo geral, a crise não é uma variável que tenha uma influência estatisticamente significativa na performance do sector.

Na tabela 6, apresenta-se de forma resumida o comportamento esperado dos determinantes da performance financeira e a relação que se obteve neste estudo.

Tabela 6 - Síntese dos resultados

Determinante da performance	Relação Esperada	Relação Obtida	
		PME do sector da indústria transformadora	PME do sector dos serviços
Financiamento externo (dívida)	Positiva	Negativa	Negativa
Idade	Positiva	Negativa	Negativa
Dimensão	Positiva	Positiva	Positiva
Ativo tangível	Negativa	Positiva	Positiva
Crise financeira	Negativa	Negativa	-
Oportunidades de crescimento	Positiva	Positiva	Positiva

5. Conclusão e sugestões para futuras investigações

O presente estudo teve por objetivo a análise da importância do financiamento externo, isto é, da dívida para a performance financeira das PME portuguesas do sector da indústria transformadora e do sector dos serviços. Analisou-se também, o relacionamento da idade, dimensão, nível de ativos tangíveis, oportunidades de crescimento e crise financeira com a performance financeira das PME portuguesas do sector da indústria transformadora e do sector dos serviços.

A fim de se concretizar o objetivo proposto, teve-se por base uma amostra de 14.693 PME portuguesas, sendo constituída por PME do sector da indústria transformadora e PME do sector dos serviços. Esta amostra compreende dados do período de 2007 a 2015. A análise dos efeitos das variáveis independentes sobre a performance financeira foi feita com recurso a modelos de dados em painel, mais precisamente pelo uso do estimador dinâmico GMM System (1998).

A performance financeira do período anterior influencia positivamente a performance do período atual para as PME de ambos os sectores de atividade. No entanto, a performance financeira do período anterior para as PME do sector dos serviços apresenta maior persistência.

A variável dimensão tem uma relação positiva e estatisticamente significativa com a performance financeira de ambos os sectores de atividade, isto é, a performance financeira das PME portuguesas do sector da indústria transformadora e do sector dos serviços vai aumentando à medida que a empresa vai ganhando dimensão.

O nível de ativos tangíveis tem um efeito positivo e estatisticamente significativo tanto para as PME do sector da indústria transformadora como para as PME do sector dos serviços.

Encontramos também uma relação positiva e estatisticamente significativa entre as oportunidades de crescimento e a performance financeira de ambos os sectores. Deste modo, verificamos que as oportunidades de crescimento permitem um aumento da performance financeira das PME portuguesas do sector da indústria transformadora e do sector dos serviços.

A variável crise financeira apresenta uma relação positiva e estatisticamente não significativa com a performance financeira das PME do sector dos serviços. Enquanto a variável crise financeira apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa com a performance financeira das PME do sector da indústria transformadora. Assim, os resultados sugerem que a performance financeira das PME portuguesas do sector da indústria transformadora foi mais afetada pela crise financeira do que as PME do sector dos serviços.

O financiamento externo, ou seja, a dívida e a performance têm uma relação negativa e estatisticamente significativa, para ambos os sectores. O endividamento tem um impacto negativo com maior magnitude para as PME do sector da indústria transformadora do que para as PME do sector de serviços.

A variável idade e a performance têm uma relação negativa e estatisticamente significativa para as PME do sector da indústria transformadora e do sector dos serviços. As PME à medida que vão progredindo ao longo do seu ciclo de vida verificam uma diminuição da performance financeira.

Em síntese, podemos verificar que as variáveis dimensão, nível de ativos tangíveis e oportunidades de crescimento influenciam de forma positiva enquanto as variáveis financiamento externo, isto é, dívida e idade têm uma influência negativa na performance financeira das PME portuguesas do sector dos serviços. A variável crise financeira foi a única que teve um resultado diferente para cada sector. No sector da indústria transformadora tem uma influência negativa enquanto no sector dos serviços apresentou uma relação positiva com a performance financeira das PME portuguesas.

Os resultados obtidos no presente estudo permitem uma melhor compreensão da importância do financiamento externo, ou seja, da dívida para a performance financeira das PME do sector da indústria transformadora e dos serviços. Assim como, a influência das variáveis idade, dimensão, nível de ativos tangíveis, oportunidades de crescimento e crise financeira na performance financeira das PME. Como linhas futuras de investigação, seria pertinente, a replicação deste estudo, alargando o período de pesquisa, introduzindo outros determinantes da performance financeira, como Investigação e Desenvolvimento, liquidez e nível de risco. Seria também pertinente, a aplicação deste estudo a outros países que tivessem sido afetados pela crise financeira, como por exemplo, Espanha, Grécia, Itália e Irlanda, e a comparação dos resultados obtidos nos diferentes países.

6. Referências bibliográficas

Abdulsaleh, A. M. e Worthington, A. C. (2013). Small and Medium-Sized Enterprises Financing: A Review of Literature. *International Journal of Business and Management*, 8(14), 36-54. <http://doi.org/10.5539/ijbm.v8n14p36>

Abor, J. e Biekpe, N. (2007). Corporate Debt Policy of Small and Medium Enterprises in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 8, 364-379.

Abouzeedan, A. (2003). Financing Swedish Small and Medium-Sized Enterprises (SMEs): Methods, Problems and Impact. *The 43rd European Congress of the Regional Science Association (ERSA 2003 Congress)*, 1-20.

Abu-Jarad, I. Y., Yusof, N. e Nikbin, D. (2010). A Review Paper on Organizational Culture and Organizational Performance. *International Journal of Business and Social Science*, 1(3), 26-47.

Adair, P. e Adaskou, M. (2015). Trade-off theory vs . pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs. *Cogent Economics & Finance*, (3), 1-12. <http://doi.org/10.1080/23322039.2015.1006477>

Adams, M. e Buckle, M. (2003). The determinants of corporate financial performance in the Bermuda insurance market. *Applied Financial Economics*, 13(2), 133-143. <http://doi.org/10.1080/09603100210105030>

Almeida, R. S. M. (2013). *Os determinantes da rentabilidade das KIBS*. Universidade da Beira Interior.

Amato, L. H. e Amato, C. H. (2004). Firm size, strategic advantage, and profit rates in US retailing. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 11, 181-193. [http://doi.org/10.1016/S0969-6989\(03\)00036-5](http://doi.org/10.1016/S0969-6989(03)00036-5)

Andonova, V. e Ruíz-Pava, G. (2016). The role of industry factors and intangible assets in company performance in Colombia. *Journal of Business Research*, 69(10), 4377-4384. <http://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.03.060>

Arellano, M., e Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies* 58: 277-297.

Audia, P.G. e Greve H. R. (2006). Less likely to fail: Low performance, firm size, and factory expansion in the shipbuilding industry. *Management science* 52 (1), 83-94

Augusto, M. A. G. (2006). *Política de Dividendos e Estrutura do Capital - Respostas e Dúvidas do Estado da Arte* (1ª). Coimbra: Imprensa da Universidade de Coimbra.

Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data. 3rd Edition Chichester Wiley.*

Beck, T. e Demirguc-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking and Finance*, 30(11), 2931-2943. <http://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.009>

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L. e Maksimovic, V. (2006). The determinants of financing obstacles. *Journal of International Money and Finance*, 25(6), 932-952. <http://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2006.07.005>

Beck, T. e Torre, A. D. La. (2007). The Basic Analytics of Access to Financial Services. *Finance Markets Institutions and Instruments*, 16(2), 79-117.

Bentzen, J., Madsen, E. S. e Smith, V. (2006). The Growth Opportunities for SMEs? *Working Papers 06-3, University of Aarhus, Aarhus School of Business, Department of Economics.*

Berger, A. e Udell, G. F. (1998). The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22, 873-897.

Bhaird, C. M. e Lucey, B. (2006). Capital Structure and the Financing of SMEs: Empirical Evidence from an Irish Survey.

Blundell, R.W. e Bond, S. R. (1998). Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models. *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.

Bouallegui, I. (2006). Capital Structure Determinants and the New High-Tech Firms : The Critical Distinction Between Fixed and Random Effects Through a Static Panel Data Investigation. *MPRA Paper 22477, University Library of Munich, Germany*.

Brealey, R. A., Myers, S. C. e Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais (8ª)*. Madrid: McGraw-Hill.

Bruno, G. S. F. (2005). Estimation and inference in dynamic unbalanced panel-data models with a small number of individuals. *Stata Journal* (5), 473-500.

Bucevska, V. e Misheva, B. H. (2017). The Determinants of Profitability in the Banking Industry : Empirical Research on Selected Balkan Countries The Determinants of Profitability in the Banking Industry : Empirical Research on Selected Balkan Countries. *Eastern European Economics*, 55(2), 146-167. <http://doi.org/10.1080/00128775.2016.1260473>

Cassar, G. e Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting and Finance*, 43(2), 123-147. <http://doi.org/10.1111/1467-629X.t01-1-00085>

Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57, 1341-1351. [http://doi.org/10.1016/S0148-2963\(03\)00070-5](http://doi.org/10.1016/S0148-2963(03)00070-5)

Coad, A., Holm, J. R., Krafft, J. e Quatraro, F. (2018). Firm age and performance. *Journal of Evolutionary Economics*, 28(1), 1-11. <http://doi.org/10.1007/s00191-017-0532-6>

Cole, R. A. (2013). What do we know about the capital structure of small firms? *Financial Management*, 777-813. <http://doi.org/10.1007/s11187-012-9440-1>

Colombo, M.G. e Grilli, L., (2005). Founders' human capital and the growth of new technology-based firms: a competence based view, forthcoming in *Research Policy*.

Comissão. (2003). Recomendação da Comissão 2003/361/CE, de 6 de Maio de 2003. *Jornal Oficial Da União Europeia*, 36-41.

Conner, K. R., e Prahalad, C. K. (1996). A resource-based theory of the firm: Knowledge versus opportunism. *Organization Science*, 7 (5), 477-501.

Costa, S., Laureano, L. M. S. e Laureano, R. M. S. (2014). The debt maturity of Portuguese

SMEs: the aftermath of the 2008 financial crisis. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 150, 172-181. <http://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.09.024>

Dacosta, L. e Adusei, C. (2016). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure in FTSE 350 Food Producers Firms in United Kingdom between 2001 and 2005. *Expert Journal of Finance*, 4, 66-91.

Danbolt, J., Hirst, I. e Jones, E. (2002). Measuring Growth Opportunities. *Applied Financial Economics*, 12(3), 203-212.

Davidsson, P., Achtenhagen, L. e Naldi, L. (2010). Research on Small Firm Growth : A Review. *European Institute of Small Business*, 6(2), 69-166. <http://doi.org/http://dx.doi.org/10.1561/0300000029>

Davis, J. H., Schoorman, F. D., Mayer, R. C. e Tan, H. H. (2000). The trusted general manager and business unit performance: Empirical evidence of a competitive advantage. *Strategic Management Journal*, 21(5), 563-576.

De La Torre, A., Martínez Pería, M. S. e Schmukler, S. L. (2010). Bank involvement with SMEs: Beyond relationship lending. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2280-2293. <http://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.02.014>

Eniola, A. A. e Entebang, H. (2015). SME Firm Performance-Financial Innovation and Challenges. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 195, 334-342. <http://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.06.361>

Fagiolo, G. e Luzzi, A. (2006). Do Liquidity Constraints Matter in Explaining Firm Size and Growth? Some Evidence from the Italian Manufacturing Industry. *Industrial and Corporate Change*, 15(1), 1-39. <http://doi.org/http://dx.doi.org/10.1093/icc/dtj001>

Farinha, L. e Félix, S. (2015). Credit rationing for Portuguese SMEs. *Finance Research Letters*, 14, 167-177. <http://doi.org/10.1016/j.frl.2015.05.001>

Fatoki, O. (2012). The Impact of Entrepreneurial Orientation on Access to Debt Finance and Performance of Small and Medium Enterprises in South Africa. *J Soc Sci*, 32(2), 121-131. Retrieved from [http://www.krepublishers.com/02-Journals/JSS/JSS-32-0-000-12-Web/JSS-32-2-000-12-Abst-PDF/JSS-32-2-121-12-1365-Fatoki-O/JSS-32-2-121-12-1365-Fatoki-O-Tx\[1\].pdf](http://www.krepublishers.com/02-Journals/JSS/JSS-32-0-000-12-Web/JSS-32-2-000-12-Abst-PDF/JSS-32-2-121-12-1365-Fatoki-O/JSS-32-2-121-12-1365-Fatoki-O-Tx[1].pdf)

Ferrando, A., Köhler-Ulbrich, P. e Pál, R. (2007). Is the growth of euro area small and medium-sized enterprises constrained by financing barriers? *Industrial Policy and Economic Reforms Papers*, (6).

Galbreath, J. e Galvin, P. (2008). Firm factors , industry structure and performance variation: New empirical evidence to a classic debate. *Journal of Business Research*, 61, 109-117. <http://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.06.009>

Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M. e Bender, A. (2005). The Capital Structure of Swiss Companies : an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *European Financial Management*, 11(1), 51-69.

Geroski, P. A. e Gregg, P. (1996). What makes firms vulnerable to recessionary pressures? *European Economic Review*, 40(3-5), 551-557. [http://doi.org/10.1016/0014-2921\(95\)00067-4](http://doi.org/10.1016/0014-2921(95)00067-4)

Goddard, J., Tavakoli, M. e Wilson, J. O. S. (2005). Determinants of profitability in European manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model. *Applied Financial Economics*, 15(February), 1269-1282. <http://doi.org/10.1080/09603100500387139>

Goyal, V. K., Lehn, K. e Racic, S. (2002). Growth Opportunities and Corporate Debt Policy: The Case of the U. S. Defense Industry. *Journal of Financial Economics*, 64, 35-59.

Grant, R. M. (1996). Toward a Knowledge-Based Theory of the Firm, *Strategic Management Journal*, 17 (Winter), 109-122. <https://doi.org/10.1002/smj.4250171110>

Harash, E., Al-Tamimi, K. e Al-Tamimi, S. (2014). The Relationship Between Government Policy and Financial Performance: A Study on the SMEs in Iraq. *China- USA Business Review*, 13(4), 290-295.

Haron, N., Yahya, S. e Haron, M. H. (2014). Cash Flow Information and Small Enterprises' Performance. *International Journal of Organizational Innovation*, 17, 7-17.

Howells, J. (1994). *Managers and Innovation - Strategies for a Biotechnology*, London: Routledge.

INE. (2014). *Empresas em Portugal 2012*. Lisboa.

INE. (2017). *Anuário Estatístico*. Lisboa - Portugal.

Jovanovic, B. (1982). Selection and the Evolution of Industry. *Econometrica*.

Kalkan, A., Bozkurt, Ö. Ç. e Arman, M. (2014). The Impacts of Intellectual Capital, Innovation and Organizational Strategy on Firm Performance. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 150, 700-707. <http://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.09.025>

Kenc, T. e Dibooglu, S. (2010). The 2007-2009 financial crisis, global imbalances and capital flows: Implications for reform. *Economic Systems*, 34(1), 3-21. <http://doi.org/10.1016/j.ecosys.2009.11.003>

Knezevic, A. e Dobromirov, D. (2016). The determinants of Serbian banking industry profitability. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 29(1), 459-474. <http://doi.org/10.1080/1331677X.2016.1174390>

Knight, F. H. (1921). Risk, Uncertainty and Profit. (New York: Harper).

Kuncová, M., Hedija, V. e Fiala, R. (2016). Firm Size as a Determinant of Firm Performance : The Case of Swine Raising. *Agris on-Line Papers in Economics and Informatics*, VIII(3), 77-89. <http://doi.org/10.7160/aol.2016.080308.Introduction>

Lawless, M., O'Connell, B. e O'Toole, C. (2015). SME recovery following a financial crisis: Does debt overhang matter? *Journal of Financial Stability*, 19, 45-59. <http://doi.org/10.1016/j.jfs.2015.05.002>

Leão, J., Martins, A. e Gonçalves, J. (2014). Crescimento Económico e Financiamento da Economia Portuguesa. *Boletim Mensal de Economia Portuguesa. Gabinete de Estratégia E Estudos Do Ministério Da Economia*, (11), 55-69.

Lee, J. (2009). Does Size Matter in Firm Performance? Evidence from US Public Firms. *International Journal of the Economics of Business* ISSN:, 16(2), 189-203. <http://doi.org/10.1080/13571510902917400>

Lee, N., Sameen, H. e Cowling, M. (2015). Access to finance for innovative SMEs since the financial crisis. *Research Policy*, 44, 370-380. <http://doi.org/10.1016/j.respol.2014.09.008>

Loderer, C. e Waelchli, U. (2010). Firm Age and Performance. *Munich Personal RePEc Archive*, 26450. <http://doi.org/10.2139/ssrn.1342248>

Lukka, K. (2014). Exploring the possibilities for causal explanation in interpretive research. *Accounting, Organizations and Society*, 39(7), 559-566. <http://doi.org/10.1016/j.aos.2014.06.002>

Majumdar, S. K. (1997). The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from India. *Review of Industrial Organization*, 12, 231-241.

Marques, L. D. (2000). Modelos Dinâmicos com Dados em Painel: revisão de literatura. *Série Working Papers Do Centro de Estudos Macroeconômicos E Previsão (CEMPRE) Da Faculdade de Economia Do Porto, Portugal*, 100.

Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. je Martínez-Solano, P. (2014). Trade credit and SME profitability. *Small Business Economics*, 42, 561-577. <http://doi.org/10.1007/s11187-013-9491-y>

Matias, F. e Serrasqueiro, Z. (2017). Are there reliable determinant factors of capital structure decisions? Empirical study of SMEs in different regions of Portugal. *Research in International Business and Finance*, 40, 19-33. <http://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.09.014>

Matias, M., Serrasqueiro, Z. e Costa, C. A. (2010). Banking relationship and credit terms: empirical evidence from Portuguese small firms. *American Journal of Social and Management Sciences*, 1(2), 102-123. <http://doi.org/10.5251/ajsms.2010.1.2.102.123>

Medeiros, O. R. de Daher, C. E. (2005). Testando a teoria de hierarquização de fontes de financiamento nas empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade E Finanças*, 37, 37-45. <http://doi.org/10.1590/S1519-70772005000100003>

Mehra, A. (1996). Resource and market based determinants of performance in the U.S. banking industry. *Strategic Management Journal*, 17(4), 307-322.

Moradi, N. S., Aldin, M. M., Heyrani, F. e Iranmahd, M. (2012). The Effect of Corporate Governance, Corporate Financing Decision and Ownership Structure on Firm Performance: A Panel Data Approach from Tehran Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 4(6), 86-93. <http://doi.org/10.5539/ijef.v4n6p86>

Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.

Naidoo, V. (2010). Firm survival through a crisis: The influence of market orientation, marketing innovation and business strategy. *Industrial Marketing Management*, 39(8), 1311-1320. <http://doi.org/10.1016/j.indmarman.2010.02.005>

Nkuah, J. K., Paul, J. e Kala, T. (2013). Financing Small and Medium Enterprises (Smes) in Ghana: Challenges and Determinants in Accessing Bank Credit. *International Journal of Research in Social Sciences*, 2(3), 12-25.

Nunes, P. J. M., Serrasqueiro, Z. M. e Sequeira, T. N. (2009). Profitability in Portuguese service industries: a panel data approach. *The Service Industries Journal*, 29(5), 693-707. <http://doi.org/10.1080/02642060902720188>

Nunes, P. M. e Serrasqueiro, Z. (2012). Are young SMEs' survival determinants different? Empirical evidence using panel data. *Applied Economics Letters*, 4851(19), 849-855. <http://doi.org/10.1080/13504851.2011.607112>

Nunes, P. M. e Serrasqueiro, Z. (2015). Profitability determinants of Portuguese knowledge-intensive business services: empirical evidence using panel data models. *Applied Economics Letters*, 22(1), 51-56. <http://doi.org/10.1080/13504851.2014.925041>

Nunes, P. M., Serrasqueiro, Z. S. e Leitão, J. (2010). Are there nonlinear relationships between the profitability of Portuguese service SME and its specific determinants? *The Service Industries Journal*, 30(8), 1313-1341. <http://doi.org/10.1080/02642060802398853>

Nunes, P. M., Viveiros, A. e Serrasqueiro, Z. (2012). Are the determinants of young SME profitability different? Empirical evidence using dynamic estimators. *Journal of Business Economics and Management*, 13(3), 443-470. <http://doi.org/10.3846/16111699.2011.620148>

Pattitoni, P., Petracchi, B. e Spisni, M. (2014). Determinants of profitability in the EU-15 area. *Applied Financial Economics*, 24(11), 763-775. <http://doi.org/10.1080/09603107.2014.904488>

Paul, S., Whittam, G. e Wyper, J. (2007). The pecking order hypothesis: does it apply to start-up firms? *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 14(1), 8-21. <http://doi.org/10.1108/14626000710727854>

Pervan, M. e Mlikota, M. (2013). What Determines The Profitability of Companies : Case of Croatian Food and Beverage Industry. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 26(1), 277-286. <http://doi.org/10.1080/1331677X.2013.11517602>

Phillips, P. A., Sipahioglu, M. A. e Student, F. (2004). Performance implications of capital structure: evidence from quoted UK organisations with hotel interests. *The Service Industries Journal*, 24(5), 31-51. <http://doi.org/10.1080/0264206042000276829>

Popa, A.-E. e Ciobanu, R. (2014). The Financial factors that Influence the Profitability of SMEs. *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 3(4), 177-185. <http://doi.org/10.6007/IJAREMS/v3-i4/1117>

Power, B. e Reid, G. C. (2003). *Performance, Firm Size and the Heterogeneity of Competitive Strategy for Long-lived Small Firms: A Simultaneous Equations Analysis*.

Proença, P., Laureano, R. M. S. e Laureano, L. M. S. (2014). Determinants of Capital Structure and the 2008 Financial Crisis: Evidence from Portuguese SMEs. *Social and Behavioral Sciences*, 150, 182-191. <http://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.09.027>

Raposo, F. J. M. (2013). *O Financiamento e a Performance das PME do Distrito de Castelo Branco*. Universidade da Beira Interior.

Risseeuw, P. (1997). Estimating the Determinants of Financial Performance of Very Small Service Firms. *Conference Proceedings of USASBE—United States Association for Small Business and Entrepreneurship, San Francisco, California*.

Rogão, M. (2005). O Comportamento das Empresas cotadas Portuguesas na escolha das fontes de financiamento, 105-130.

Romano, C. A., Tanewski, G. A. e Smyrniotis, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285-310.

Prahalad, C. K. e Hamel, G. (1990). The Core Competence of the Corporation. *Harvard Business Review*, 3- 15.

Schumpeter, Joseph A. (1934). The nature and necessity of a price system, in Harris, Seymour E.; Bernstein, Edward M., *Economic reconstruction*, New York, New York London: McGraw-Hill.

Serrasqueiro. (2016). Investment determinants: high-investment versus low-investment Portuguese SMEs. *Investment Analysts Journal*, 0(0), 1-16. <http://doi.org/10.1080/10293523.2016.1246148>

Serrasqueiro, Z. (2009). Growth and Profitability in Portuguese Companies: A Dynamic Panel Data Approach. *Economic Interferences*, 11(26), 565-573.

Serrasqueiro, Z. e Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445-466. <http://doi.org/10.3846/16111699.2012.744344>

Serrasqueiro, Z., Matias, F. e Salsa, L. (2016). Determinants of capital structure: New evidence from Portuguese small firms. *Dos Algarves: A Multidisciplinary E-Journal*, 28(2016), 13-28. <http://doi.org/10.18089/DAMeJ.2016.28.2>

Serrasqueiro, Z., Nunes, P. M. e da Silva, J. V. (2016). The Influence of Age and Size on Family-Owned Firms' Financing Decisions: Empirical Evidence Using Panel Data. *Long Range Planning*, 49, 723-745. <http://doi.org/10.1016/j.lrp.2015.12.012>

Serrasqueiro, Z., Nunes, P. M. e Sequeira, T. N. (2007). Firms' growth opportunities and profitability: A nonlinear relationship. *Applied Financial Economics Letters*, 3(6), 373-379. <http://doi.org/10.1080/17446540701262827>

Serrasqueiro, Z. S., Armada, M. R. e Nunes, P. M. (2011). Pecking Order Theory versus Trade-Off Theory: are service SMEs' capital structure decisions different? *Service Business*, 5:381, 381-409. <http://doi.org/10.1007/s11628-011-0119-5>

Serrasqueiro, Z. S. e Nunes, P. M. (2008). Performance and size: empirical evidence from Portuguese SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 195-217. <http://doi.org/10.1007/s11187-007-9092-8>

Shukla, A. (2010). New Dimension of HR Role in the Global Recession. *A Management Journal*, 1(1), 36.

Siedschlag, I., O'Toole, C., Murphy, G. e O'Connell, B. (2014). Access to External Financing and Firm Growth Background Study for the European Competitiveness Report 2014, (May).

Soininen, J., Puumalainen, K., Sjögrén, H. e Syrjä, P. (2012). The impact of global economic crisis on SMEs: Does entrepreneurial orientation matter? *Management Research Review*, 35(10), 927-944. <http://doi.org/10.1108/01409171211272660>

Vos, E., Yeh, A. J.-Y., Carter, S. e Tagg, S. (2007). The happy story of small business financing. *Journal of Banking & Finance*, 31, 2648-2672. <http://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.09.011>

Voulgaris, F., Asteriou, D. e Agiomirgianakis, G. (2004). Size and Determinants of Capital Structure in the Greek Manufacturing Sector. *International Review of Applied Economics*, 18(2), 247-262. <http://doi.org/10.1080/0269217042000186714>

Wei, H. e Baker, H. K. (2007). Small Business Financing: Survey Evidence in West Texas. *The Journal of Entrepreneurial Finance & Business Ventures*, 12(1), 27-54. Retrieved from http://marriottschool.net/jefonline/articles/JEF_200708_v12_i01_p27.pdf