

**A Relação entre o Endividamento e a
Performance Financeira das PME
Portuguesas**

VERSÃO FINAL APÓS DEFESA PÚBLICA

Ana Paula Nunes Pinto

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

Orientador: Prof. Doutora Zélia Maria da Silva Serrasqueiro Teixeira
Coorientador: Prof. Doutor Filipe Manuel Alves Sardo

agosto de 2022

Declaração de Integridade

Eu, Ana Paula Nunes Pinto, que abaixo assino, estudante com o número de inscrição 10688 de Economia da Faculdade Ciências Sociais e Humanas, declaro ter desenvolvido o presente trabalho e elaborado o presente texto em total consonância com o **Código de Integridades da Universidade da Beira Interior**.

Mais concretamente afirmo não ter incorrido em qualquer das variedades de Fraude Académica, e que aqui declaro conhecer, que em particular atendi à exigida referenciação de frases, extratos, imagens e outras formas de trabalho intelectual, e assumindo assim na íntegra as responsabilidades da autoria.

Universidade da Beira Interior, Covilhã 22/ 08 / 2022

Agradecimentos

A elaboração desta dissertação, mesmo sendo um trabalho individual, resulta de uma alargada sinergia. Assim sendo, esta dissertação não estaria completa sem antes deixar o meu profundo agradecimento às individualidades, de um modo particular:

Destaco, em primeiro lugar, a minha Orientadora Professora Doutora Zélia Maria da Silva Serrasqueiro, sem a qual este trabalho não teria sido possível, uma vez que fomentou o interesse pelo tema tratado. Em segundo, ao meu Coorientador Professor Doutor Filipe Manuel Alves Sardo, sendo também uma peça chave na concretização desta dissertação. Gostaria de lhes agradecer por todo o apoio e disponibilidade prestada, assim como, por toda a sabedoria transmitida, sugestões, simpatia e toda a paciência concedida ao longo da realização da dissertação.

Por fim, mas não por último, agradecer à minha família e aos meus amigos, pela sua presença e apoio revelados ao longo deste tempo. Deixo também, um agradecimento aos restantes professores que, de alguma forma, me acompanharam nesta etapa e que foram fundamentais no meu crescimento pessoal e intelectual.

Resumo

A temática sobre a *performance* financeira das empresas tem sido um tópico de interesse para vários autores. De acordo com a literatura, as pequenas e médias empresas (PME) contribuem para que um país se desenvolva a nível económico e social. Porém, estas enfrentam vários obstáculos, entre os quais, restrições no acesso ao financiamento externo.

Esta dissertação teve como objetivo investigar a *performance* financeira e alguns dos seus determinantes, salientando a relação entre o endividamento e a *performance* financeira das PME Portuguesas. Para atingir os objetivos de investigação, recolheram-se dados referentes a 9521 PME Portuguesas utilizando a base de dados Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI) para o período 2010-2020. Relativamente à metodologia utilizada na investigação, foi usado o estimador dinâmico GMM *System*.

Para a elaboração do modelo usou-se a variável *performance* financeira como variável dependente, e os determinantes endividamento, dimensão, idade, crescimento, liquidez, tangibilidade e Covid-19, são as variáveis explicativas.

Após a análise dos resultados obteve-se as seguintes conclusões, o endividamento, a dimensão, o crescimento, a liquidez, a tangibilidade e a Covid-19 têm um impacto negativo e estatisticamente significativo na *performance* financeira. A idade apresenta um impacto positivo e estatisticamente significativo na *performance* financeira.

Palavras-chave

Performance Financeira; Endividamento; Pequenas e Médias Empresas; GMM *System*

Abstract

The topic of corporate financial performance has been a topic of interest for several authors. According to the literature, small and medium-sized enterprises (SMEs) contribute to a country's economic and social development. However, they face several obstacles, among them restrictions in accessing external financing.

This dissertation aimed to investigate the financial performance and some of its determinants, highlighting the relationship between indebtedness and financial performance of Portuguese SMEs. To achieve the research objectives, data were collected for 9521 Portuguese SMEs using the Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI) database for the period 2010 to 2020. Regarding the methodology used in the research, the GMM System dynamic estimator was used.

To develop the model, the financial performance variable was used as the dependent variable, and the determinants debt, size, age, growth, liquidity, tangibility, and Covid-19, are the explanatory variables.

After analyzing the results, the following conclusions were reached: Debt, size, growth, liquidity, tangibility and Covid-19 have a negative and statistically significant impact on financial performance. Age has a positive and statistically significant impact on financial performance.

Keywords

Financial Performance; Debt; Small and Medium-sized Firms; GMM System

Índice

Lista de Figuras.....	xiii
Lista de Tabelas	xv
Lista de Acrónimos.....	xvii
1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura.....	3
2.1. A Problemática da Estrutura de Capital.....	3
2.2. Principais Teorias da EC	4
2.3. Financiamento das PME: restrição no acesso a financiamento externo.....	8
2.4. <i>Performance</i> Financeira	11
2.4.1. Determinantes da <i>Performance</i> Financeira.....	12
3. Metodologia	21
3.1. Amostra de Investigação, Recolha de Dados e Variáveis de Investigação.....	21
3.2. Método de Estimação	22
4. Resultados	25
4.1. Estatística Descritiva.....	25
4.2. Determinantes da <i>Performance</i> Financeira das PME.....	26
5. Discussão de Resultados	28
6. Conclusões e Sugestões de Estudos Futuros	31
Bibliografia.....	33
Apêndice	46

Lista de Figuras

Figura 1: Fontes de financiamento das PME Portuguesas (% ativo).....	10
Figura 2: Composição dos financiamentos obtidos pelas PME Portuguesas (%)	11

Lista de Tabelas

Tabela 1: Variáveis de investigação	22
Tabela 2: Estatística descritiva	25
Tabela 3: Matriz de correlação das variáveis e VIF (<i>variance inflation factor</i>).....	25
Tabela 4: Determinantes da <i>performance</i> financeira	26
Tabela 5: Síntese dos resultados.....	30
Tabela 6: Resumo dos Principais determinantes usados em estudos empíricos	46

Lista de Acrónimos

EC	Estrutura de Capital
GMM	Generalized Method of Moments (Método dos momentos generalizados)
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
PME	Pequenas e Médias Empresas
ROA	Return on Assets (Retorno sobre ativos)
ROE	Return on Equity (Retorno sobre o património líquido)
ROI	Return on Investment (Retorno sobre o investimento)
ROS	Return of Sales (Retorno das vendas)
SABI	Sistema de Análise de Balanços Ibéricos
VIF	Variance Inflation Factor (Fator de inflação da variância)

1. Introdução

É de notar que as pequenas e médias empresas (PME) contribuem para que um país se desenvolva a nível económico e social (Costa et al., 2014; Eniola & Entebang, 2015), tendo um peso superior a 90% na estrutura empresarial, a nível global (Baah et al., 2021). Estas empresas representam a maioria das atividades empresariais e são importantes para a criação de postos de trabalho e para o crescimento económico dos países em geral (Zubair et al., 2020; Owalla et al., 2022).

No ano de 2020, as PME, em Portugal, representavam 99,9% do tecido empresarial português, sendo que num total de 1.316.256 empresas portuguesas, 1.314.944 dizem respeito a PME¹. Desta forma, consideramos que as PME são de extrema relevância para a economia nacional e que têm um papel essencial para a estabilidade, crescimento e desenvolvimento económico.

Não obstante, as PME enfrentam vários obstáculos devido aos recursos limitados, sendo empresas menos competitivas do que as de maior dimensão e onde existe escassez de mão de obra qualificada (Lee, 2019; Lin et al., 2020). Segundo Nunes et al. (2012) estas são empresas vulneráveis a algum tipo de mudança, quer seja macroeconómica ou uma crise económica e financeira.

A obtenção de financiamento, por parte das PME, proporciona a criação de novas empresas e permite que estas cresçam de forma contínua e sustentável. Porém, dadas as particularidades das PME, as decisões de financiamento são afetadas (Abdulsaleh & Worthington, 2013). As adversidades que as PME atravessam para o acesso ao financiamento externo resultam, em parte, pela impossibilidade de aceder ao mercado bolsista, pela escassez de colaterais que sirvam de garantia para aceder ao crédito e pela assimetria de informação que existe entre os gestores e os credores.

Com o aumento da concorrência entre as empresas, a *performance* financeira passou a assumir relevância para a sobrevivência e expansão das empresas (Nunes et al., 2010). Com o objetivo de obter uma boa *performance* financeira, as empresas têm de definir qual a estrutura de capital (EC) mais adequada, de forma a maximizar o seu valor e a minimizar os riscos.

¹ Dados retirados do site pordata.pt, última atualização a 30-03-2022, fonte: INE

A importância da escolha da EC tem vindo a ser objeto de estudo, partindo do trabalho pioneiro de Modigliani & Miller (1958) até aos dias que correm. Nesse trabalho, os autores, assumiram que os mercados de capitais eram perfeitos e que o valor da empresa era independente da EC. No entanto, é sabido que os mercados de capitais não são perfeitos, e como tal, o valor da empresa não é independente da EC. Desta forma, ao se considerar que a *performance* financeira reflete o desempenho de uma empresa e que a EC mede a interação entre a criação de valor e o risco, alguns estudos identificam a importância que o endividamento tem para explicar a *performance* financeira.

A literatura sobre a *performance* e os seus determinantes concentra-se em vários aspetos: no estudo da definição do conceito de desempenho e a sua mensuração, na análise de eficiência e eficácia, e na análise dos determinantes do desempenho da empresa. O presente estudo tem foco na análise dos determinantes do desempenho financeiro da empresa.

Neste seguimento, pretende-se estudar o impacto que o endividamento tinha na *performance* financeira das PME portuguesas. E ainda, é analisada o impacto da *performance* financeira das PME e os seguintes determinantes: (i) dimensão, (ii) crescimento, (iii) idade, (iv) liquidez, (v) tangibilidade, e a (vi) Covid-19. Para se alcançar os objetivos proposto, recorreu-se à base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), cuja investigação é constituída por 9521 PME Portuguesas, para o período compreendido entre 2010 e 2020.

A presente dissertação está dividida em seis secções das quais a introdução; revisão de literatura e hipóteses de investigação; metodologia; resultados; discussão dos resultados; e, por fim, conclusão e sugestões para futuras investigações.

2. Revisão de Literatura

Com o objetivo de aprofundar o entendimento sobre a problemática subjacente à relação entre a EC e *performance* financeira das PME, este capítulo encontra-se estruturado em três subsecções. Primeiramente, salienta-se a importância da EC para o bom funcionamento operacional da empresa, mencionando as principais teorias financeiras. Em seguida, serão abordadas as limitações na obtenção do financiamento externo por parte das PME. E por último, serão mencionados os principais determinantes da *performance* financeira.

2.1. A Problemática da Estrutura de Capital

A EC tem sido estudada desde meados dos anos 1950, e passou ao longo das décadas por diversas abordagens de estudo (Gallina & Araújo, 2018). Várias teorias subjacentes à temática da EC foram propostas na literatura financeira para explicar as decisões relativas à definição da EC das empresas.

A EC de uma empresa refere-se à composição entre capital próprio e capital alheio, segundo a qual a empresa se financia. A escolha desta deve ter como objetivo gerar riqueza e valor para a empresa mas também gerar riqueza para os seus sócios e acionistas (Simões & Silva, 2003; Brigham & Ehrhardt, 2011).

Contudo, as decisões da EC são bastante complexas, essa complexidade deve-se ao facto de estarem interrelacionadas com as decisões das fontes de financiamento, e também às decisões de investimento e distribuição de dividendos (Serrasqueiro & Caetano, 2015). As decisões ligadas ao investimento e financiamento da empresa apresentam maior influência na gestão das empresas, bem como no cumprimento dos objetivos propostos (Gallina & Araújo, 2018). As decisões vindas dessas duas partes influenciam muitas das demais que serão tomadas pelos gestores.

Segundo, Caetano (2011) e Serrasqueiro & Caetano (2015), as empresas necessitam de financiamento para conseguirem manter o exercício da sua atividade, para tal, podem obter financiamento através de capitais próprios ou de capitais alheios. A proporção de capital alheio ou capital próprio determinará a EC da empresa.

No entanto, analisar a EC diz respeito à maneira como as empresas aplicam capital próprio e capital alheio para financiar os seus ativos (Silva Brito et al., 2007). Contudo, a EC deve ser analisada sobre a forma de como a mistura de dívida e capital influenciam o valor de mercado da empresa (Abeywardhana, 2017).

2.2. Principais Teorias da EC

A literatura existente sobre a temática da EC procura explicar de que forma as empresas financiam os seus ativos, tendo em conta as causas que podem afetar as decisões de financiamento.

Apesar de muitos estudos, verifica-se que não existe uma teoria universal sobre a EC. Assim, a literatura tem como referenciais teóricos: o Teorema de Modigliani & Miller (1958), a Teoria do *Trade-off* e a Teoria da *Pecking Order*. Estas teorias são úteis para compreender as decisões de financiamento de uma empresa. Inicialmente, a teoria da EC era utilizada na análise de empresas de grandes dimensões, posteriormente foram aplicadas às PME.

Inicialmente Modigliani & Miller (1958) sob a suposição da existência de um mercado de capitais perfeito, demonstraram que as decisões de EC de uma empresa eram irrelevantes. Os autores concluíram que não existia uma estrutura de capital ótima e, portanto, as decisões relativas à EC não influenciavam o valor de mercado da empresa. A teoria do *Trade-off* sugere a presença uma estrutura ótima de capital que corresponde ao ponto em que os benefícios fiscais igualam os custos de falência associados ao endividamento, maximizando o valor de mercado da empresa. Por último, a teoria da *Pecking Order* defende que não existe uma EC ótima, sugerindo que as empresas optam por uma ordem hierárquica na escolha de fontes de financiamento.

Modigliani e Miller (1958, 1963)

Durand (1952) é tido como o pioneiro da Escola Tradicional da EC, que, em suma, defende a existência de uma estrutura ótima de capital para a empresa. Segundo o autor, existia um ponto ótimo de endividamento e permaneceria estável até um determinado nível, sendo que, a partir desse ponto, a empresa tornar-se-ia mais propensa ao risco de falência, gerando maiores custos para o financiamento das suas atividades.

Contudo, a teoria de Modigliani & Miller (1958) é considerada como o ponto de partida da teoria moderna da EC. Os autores defendem que, sob um determinado conjunto de circunstâncias, o valor da empresa não é afetado pela sua EC. Constatou-se que o valor de mercado de uma empresa é independente do rácio entre o capital próprio e o capital alheio, concluindo acerca da irrelevância do financiamento para o valor de mercado da empresa, sendo que, somente o desempenho dos investimentos explicariam o seu valor de mercado.

Posto isto, o estudo de Modigliani & Miller (1958) pressupõe que os mercado de capitais são perfeitos, isto é, as empresas estão livres de impostos, custos de agência, custos de falência,

custos de transação e também onde não existe assimetria de informação. O trabalho está ainda assente em três proposições, (i) a decisão de financiar a empresa não afeta o seu valor de mercado, (ii) o custo do capital próprio aumenta em razão do seu grau de endividamento, (iii) o valor total do mercado de uma empresa é independente da sua política de dividendos.

Segundo Modigliani & Miller (1958), os empréstimos são possíveis para as empresas e para os investidores à mesma taxa de juro, quando estes operam sob classes de risco semelhantes e têm alavancagem semelhante. Os juros a pagar sobre a dívida não poupam quaisquer impostos e as empresas seguem o pagamento de dividendos de 100%. De acordo com estes pressupostos, a teoria de Modigliani e Miller provou que não existe uma dívida ideal para a definição de uma estrutura ótima de capital (Abeywardhana, 2017).

De facto, ao longo do tempo foram apresentados vários entraves para a aplicação da teoria de forma integral, como por exemplo: o tipo de atividade desempenhada pela empresa, a mudança da EC e as diferentes formas de tributação do capital (Levati et al., 2012).

Porém, o trabalho em questão sofreu diversas críticas, o que fez com que Modigliani & Miller (1963) reestruturassem o seu trabalho original onde acabam por reconhecer o efeito da fiscalidade, isto é, que os benefícios tributários da dívida são capazes de afetar o valor de mercado da empresa. Assim, a empresa beneficia da poupança fiscal adquirida através do uso de capital alheio, onde os juros são aceites fiscalmente como um gasto e, portanto, são dedutíveis para apuramento da matéria coletável.

Desta forma, Modigliani & Miller (1963) mostram que, ao reconhecerem a existência do imposto sobre o rendimento, a poupança fiscal obtida pelo recurso à dívida fundamenta que a EC apresente um maior nível de capital alheio. Contudo, os autores admitem que, apesar da poupança fiscal, a empresa não deve se financiar apenas pela dívida, mas sim conseguir escolher qual a fonte de financiamento mais apropriada face às suas necessidades.

Teoria do *Trade-off*

A teoria do *Trade-off* não possui, objetivamente, um autor. Myers & Robichek (1965), Kraus & Litzenberger (1973), Scott (1977), Kim (1978) e Myers (1984) tornaram-se pioneiros defendendo que existe uma EC ótima que proporciona um equilíbrio entre os benefícios fiscais e os custos de falência associados ao endividamento, com o propósito da empresa alcançar a maximização do seu valor de mercado.

Não obstante, se a empresa recorrer a capital alheio, para além do nível ótimo de endividamento, o valor da empresa reduz-se, devido aos custos de falência serem superiores

aos benefícios fiscais associados à dívida (Myers, 1984). Nesse sentido, segundo Jahanzeb et al. (2014), torna-se necessário balancear os custos de falência e os benefícios fiscais.

De acordo com Myers (1984), a teoria do *Trade-off* defende que o endividamento tem como vantagem o benefício fiscal, porém o mesmo acarreta custos de agência devido aos potenciais conflitos entre acionistas/gestores e os credores, e ainda, a redução de flexibilidade financeira. Os custos de falência estão associados às dificuldades financeiras de uma empresa, isto é, os custos que uma empresa tem quando não consegue cumprir com os seus compromissos financeiros, influenciando negativamente o valor da empresa.

Assim sendo, quanto maior for o grau de endividamento de uma empresa, maior será a probabilidade de incorrer em falência e, conseqüentemente, o não cumprimento dos prazos de pagamento dos compromissos previamente acordados (Brealey et al., 2007)

A teoria do *Trade-off* antevê um efeito positivo do endividamento na dimensão da empresa. Gracia & Mira (2008), Psillaki & Daskalakis (2009) e Serrasqueiro & Caetano (2015) sustentam a afirmação, argumentando que, empresas de maior dimensão podem ter um maior nível de capital alheio e podem obter mais poupança fiscal que as empresas de menor dimensão. Nos seus estudos, os autores supracitados, identificaram uma relação negativa entre o endividamento e a rentabilidade. Existem duas explicações possíveis (i) os benefícios fiscais oriundos do endividamento não são importantes para os gestores, (ii) de acordo com a Teoria da *Pecking Order*, empresas mais lucrativas conseguem pagar os seus investimentos com fundos internos, sem terem necessidade de recorrer à dívida (Myers, 1998).

No entanto, a EC não é estática e precisa de ser constantemente ajustada, pois as dinâmicas e imperfeições do mercado fazem com que haja acertos para a obtenção do nível ótimo de endividamento (Myers, 2003). Assim sendo, surge a abordagem dinâmica da teoria do *Trade-off*, onde existe uma constante avaliação entre os custos e os benefícios do endividamento, sendo feitos os ajustes necessários para obter o melhor desempenho possível da sua EC (Rocha, 2014).

Em contrapartida, a teoria estática, procura que as empresas alcancem um nível ótimo de endividamento de modo a maximizar o seu valor final, balanceando os custos da dívida com os seus benefícios. No entanto, caso houvesse oscilações no nível ótimo de endividamento a empresa teria de fazer as devidas correções de modo a retomar, novamente, ao ponto ótimo. Porém, a teoria do *Trade-off* estático não considera os custos que a empresa incorreria para voltar ao ponto ótimo de endividamento que poderiam ser superiores aos benefícios gerados (Xia et al., 2021).

Existem diversos estudos que demonstram as limitações associadas à Teoria do *Trade-off* estático no diagnóstico da EC das PME. Pois, estas empresas apresentam uma grande volatilidade dos seus resultados líquidos, criando incerteza em torno da possibilidade de beneficiarem da poupança fiscal, decorrente da dedução dos encargos financeiros no apuramento da matéria coletável. Assim sendo, a poupança fiscal obtida através da dívida pode não atrair as PME a recorrerem a capital alheio (Ang, 1992).

Teoria da *Pecking Order*

A teoria da *Pecking Order*, atribuída a Myers & Majluf (1984), considera que a empresa segue uma ordem hierárquica na escolha das fontes de financiamento usadas. Primeiramente a empresa recorre a fontes internas, isto é, autofinanciamento, e apenas quando este se esgota, ou não é suficiente para colmatar as necessidades de financiamento, recorre a capital alheio ou, como última opção, à emissão de ações. Esta ordem advém da assimetria de informação que existe entre os agentes económicos, e também pelo impacto que a assimetria exerce no custo de cada uma dessas formas de financiamento.

De acordo com Myers (1984), a teoria estrutura-se da seguinte forma: (i) as empresas preferem recorrer ao autofinanciamento (lucros retidos); (ii) as empresas adaptam a sua política de distribuição de dividendos, para evitar alterações drásticas dos mesmos; (iii) para obter uma política de dividendos estável os fundos têm de ser superiores ou inferiores às imposições colocadas pelas oportunidades de crescimento; e (iv) caso seja necessário financiamento externo, as empresas recorrerem, em primeiro lugar, ao endividamento (capital alheio), posteriormente à emissão de títulos híbridos e, por último, recorrerem à emissão de ações.

Conforme Cotei & Farhat (2009), a teoria da *Pecking Order* baseia-se na ideia de que existe assimetria de informação entre os gestores e investidores, e que os gestores possuem mais informações sobre o verdadeiro valor da empresa e sobre o grau do risco a que esta está sujeita. A assimetria de informação faz com que aumente o custo de captação de recursos pelas empresas, uma vez que, o mercado subavalia os títulos das empresas, fazendo com que escolham hierarquizar as fontes para financiar as suas atividades.

Myers & Majluf (1984) explicam que o valor dos títulos das empresas serão subavaliados pelos investidores visto que não detêm todas as informações sobre a empresa e que ao ser anunciado a emissão de ações estas interpretam-na como sendo uma má notícia, levando a que o mercado subavaliar os títulos. No entanto, se a empresa optar por se financiar apenas por lucros retidos e se não emitir novos títulos, consegue solucionar as falhas de assimetria de informação.

Analisando a teoria do *Trade-off* e da *Pecking Order*, Sheikh et al. (2012) esclarecem que não é possível fazer uma comparação, pois cada uma das abordagens teóricas possui uma finalidade, e contribui para explicar uma determinada parte da EC da empresa.

Na Teoria da *Pecking Order* são feitas mudanças no nível da dívida pela necessidade de financiamento externo (Gracia & Mira, 2008; Myers, 1984). Portanto, de acordo com a teoria da *Pecking Order*, a EC está relacionada com as necessidades de financiamento externo de cada empresa e decorrem da resistência da empresa em emitir novas ações (Augusto, 2003).

Relativamente às PME, Psillaki & Daskalakis (2009) defendem que estas devem optar pela teoria da *Pecking Order*, pois como não têm o objetivo de alcançar um ponto ótimo de endividamento, as suas decisões de financiamento seguem uma sequência hierárquica nas fontes de financiamento utilizadas. Sendo que, as fontes de financiamento que as PME privilegiam são o autofinanciamento e o crédito bancário (Myers & Majluf, 1984).

2.3. Financiamento das PME: restrição no acesso a financiamento externo

Na União Europeia, as PME, são predominantes no tecido empresarial dos países e são essenciais para o seu desenvolvimento económico (Zubair et al., 2020). Como tal, estas necessitam de financiamento para conseguirem crescer e gerar valor.

O empresário quando decide iniciar uma atividade ou financiar uma já existente, pode optar pelo financiamento interno ou pelo financiamento externo. O financiamento interno pode ser obtido através de capital próprio, ou seja, através do aumento do capital social ou de lucros retidos. Quando a empresa opta por recorrer ao financiamento externo, quer dizer que esta se financia junto de terceiros sob a forma de empréstimos bancários; empréstimos obrigacionistas; leasing; factoring; entre outros (Rocha, 2008; Tavares et al., 2015).

Caso a empresa opte por capitais próprios, este tipo de financiamento não tem nenhuma compensação fixa de remuneração, isto é, a remuneração depende da lucratividade gerada pela empresa. No entanto, se recorrer a capitais alheios, irá obter uma remuneração mínima e, por norma, um reembolso previamente estabelecido²

A capacidade de a empresa conseguir satisfazer as suas necessidades financeiras e operacionais desempenha um papel importante para a sua lucratividade (Tang & Moro,

² (PME, 2008)

2020). Porém, muitas vezes, as empresas não possuem recursos internos suficientes para satisfazer todas as suas necessidades, sendo obrigadas a recorrer a outro tipo de financiamento (Casey & O’toole, 2014).

Murniati et al. (2019) indicam que as empresas têm preferência em recorrer, primeiramente, a fontes internas de financiamento, o que se verifica predominante na fase inicial da vida de uma empresa. Na fase inicial a empresa recorre aos recursos pessoais do proprietário da empresa, de amigos e familiares para financiar os seus investimentos (Bhaird & Lucey, 2011).

As PME dependem de forma considerável do financiamento interno (Serrasqueiro, 2003). Porém, normalmente, o autofinanciamento não é suficiente para as empresas conseguirem cumprir as suas necessidades de fundo de maneio e os investimentos em ativos fixos (McMahon et al., 1993; Vanacker & Manigart, 2010). Desta forma, vêm-se obrigadas a utilizar fontes alternativas de financiamento.

No entanto, as PME deparam-se com diversos obstáculos para conseguirem obter financiamento externo (Kenourgios et al., 2020). Gupta et al. (2018) argumentam que algumas das limitações na obtenção de financiamento externo estão ligadas à fragilidade financeira das PME, à assimetria de informação que existe entre elas e os credores, aos elevados custos de transação, e ainda, ao facto de estas não terem acesso ao mercado de capitais (Wagenvoort, 2003).

De acordo com Matias et al. (2010) as condições para a concessão de empréstimos encontram-se relacionadas com a *performance* financeira, a assimetria de informação e as suas características internas. Por exemplo, Lin et al. (2020), destacam o risco moral como sendo uma preocupação que os credores incorrem devido à assimetria de informação, esse problema ocorre quando a empresa assume riscos comerciais excessivos e oculta essa informação aos credores.

Posto isto, as PME têm os empréstimos bancários como uma das fontes principais de financiamento externo (Kaya, 2017). Esta forma de financiamento é atrativa para a empresa quando está perante uma das seguintes situações: (i) em expansão de um negócio; (ii) para financiar uma grande aquisição, por norma ativos fixos tangíveis; e (iii) quando existem níveis de *cash flow* significativos³.

Relembrando que para as empresas jovens ou não lucrativas, é difícil a obtenção de financiamento bancário, uma vez que a relação entre o risco e o retorno de um empresário

³ (PME, 2008)

é desinteressante para o banco. Contudo, caso a empresa ainda não apresente um bom historial de crédito, o banco exigirá-lhe-á garantias pessoais e juros elevados, passando o risco de financiamento para os empresários e/ou empresas (Berger et al., 1998; PME, 2008).

Em alternativa, quando o acesso ao empréstimo bancário lhes é negado, as empresas tendem a recorrer ao crédito concedido pelos fornecedores. Os fornecedores, normalmente, concedem crédito mais facilmente que os bancos, uma vez que têm mais conhecimento dos negócios e dos ativos que as empresas detêm, onde este último pode servir como garantia (Lau et al., 2020).

Desta forma, muitas empresas tendem a seguir uma estratégia de diversificação, onde recorrem tanto a empréstimos bancários como ao crédito de fornecedores de forma a minimizar o risco (Tang & Moro, 2020).

A partir da figura 1 é possível verificar que, em Portugal, o financiamento das empresas através de capitais próprios, em 2020, representa 38,1% da sua estrutura de financiamento. A partir de 2018, a utilização de capitais próprios em comparação com os financiamentos obtidos foi superior. Contudo, como é possível constatar, através da figura 2, a maior percentagem de financiamento obtido pelas empresas, em 2020, foi o empréstimo bancário.

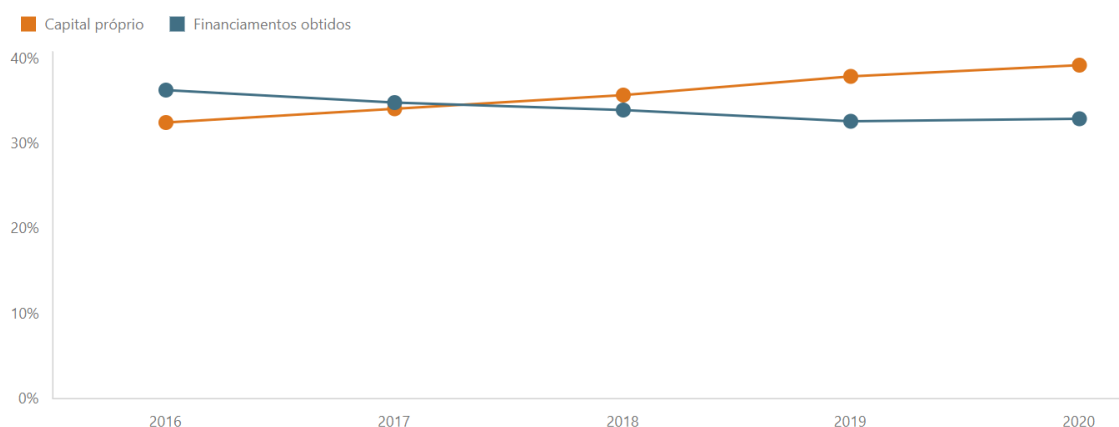


Figura 1: Fontes de financiamento das PME Portuguesas (% ativo)

Fonte: Banco de Portugal (2021)

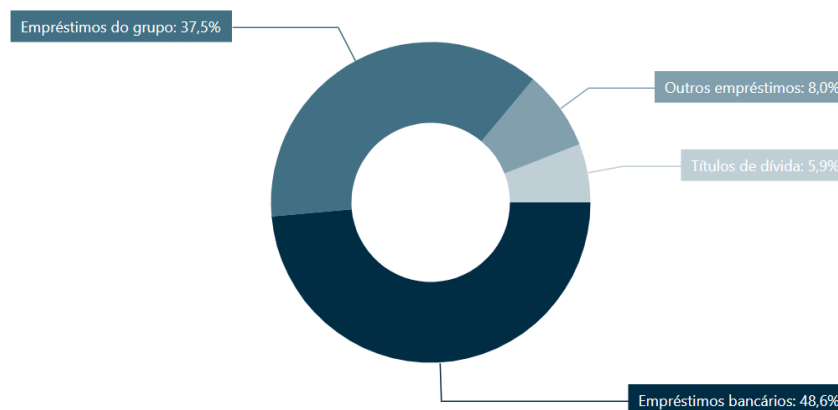


Figura 2: Composição dos financiamentos obtidos pelas PME Portuguesas (%)

Fonte: Banco de Portugal (2021)

2.4. Performance Financeira

A *performance* é importante para as organizações em geral, quer se trate de uma organização com ou sem fins lucrativos (Haron et al., 2014; Salvado, 2018). De acordo com Ibarra (2003), a *performance* é um processo constante no tempo e no espaço, e encontra-se relacionado com variáveis que colaboram para o alcance dos objetivos estratégicos da empresa (Lorino, 2003). A *performance* reflete o desempenho de uma empresa, estando associado ao sucesso da mesma. Esse desempenho pode ser medido por indicadores financeiros, refletindo a saúde financeira da empresa num determinado período de tempo (Harash et al., 2014).

Existem diversos estudos que tentaram explicar o facto de algumas empresas serem mais rentáveis do que outras, considerando e explorando diferentes fatores que podem afetar a *performance* da empresa (Pervan et al. 2019).

Segundo Nunes et al. (2010), com o aumento da concorrência e a liberalização dos mercados, a *performance* da empresa tem um papel importante para garantir a sua permanência e expansão. Também Abdullah & Tursoy (2021), destacam que uma boa *performance* permite que a empresa explore de forma competitiva e eficiente os recursos disponíveis para atingir os objetivos.

Popa & Ciobanu (2014) concluem que a *performance* financeira reflete a eficiência e a eficácia da utilização dos recursos e que esta se encontra diretamente associada à hipótese de sobrevivência da empresa.

A *performance* financeira tem sido medida de várias formas, tais como a rentabilidade global⁴, lucro por ação, margem de lucro, crescimento das vendas e preço das ações (Kuncová et al., 2016). Porém, a *performance* financeira da empresa pode ser influenciada conforme o contexto em que atua (Ardalan, 2017), podendo diferir com o nível de desenvolvimento do país, com as regulamentações financeiras ou com o tamanho da empresa (Abdullah & Tursoy, 2021). Além do mais, Goddard et al. (2006) menciona que a *performance* financeira das empresas pode variar por influencia de fatores intrínsecos ao país onde esta se localiza.

2.4.1. Determinantes da *Performance* Financeira

Endividamento

O endividamento é bastante importante para as empresas mais jovens, e para as PME, pois estas acabam por ser dependentes do financiamento externo, visto que não têm habilidade de gerar lucros retidos suficientes para fazerem face às suas necessidades (Matias & Serrasqueiro, 2017).

Ahmad et al. (2015) sugerem que inúmeros investigadores da área financeira afirmam que o endividamento é o fator mais importante que pode afetar a lucratividade da empresa e, posteriormente, a sua *performance* financeira. As empresas têm como foco as questões associadas à quantidade de endividamento e, ao custo de capital associado, assim como o impacto destes na lucratividade da empresa.

De acordo com Yang & Tsou (2020), apesar das empresas jovens apresentarem um nível de endividamento maior, tendem a crescer a um ritmo mais elevado. No entanto, no caso de empresas mais velhas, o mesmo não se verifica dado que um nível de endividamento elevado acaba por prejudicar o seu equilíbrio financeiro e, conseqüentemente, a sua *performance* financeira.

Num período de *boom* económico, um maior endividamento pode trazer benefícios para a empresa. Porém, numa recessão, o endividamento tem um efeito oposto na *performance* financeira da empresa, visto que podem causar problemas na geração de fluxos de caixa, levando a empresa a não ser capaz de pagar os seus juros (Ahmad et al., 2015).

As Sociedades não financeiras (SNF) portuguesas encontram-se regularmente sobre endividadas (Mendonça, 2018). Apesar de as empresas demonstrarem um esforço de

⁴ Rendibilidade global: ROE; ROA; ROI; ROS

desalavancagem, o elevado nível de dívida limita-as na sua *performance* financeira (Martins et al., 2020). Ferrão (2012) destaca os problemas de agência como sendo um dos fatores que podem estar associados ao excessivo endividamento.

As PME portuguesas têm registado nos últimos tempos um elevado endividamento. O endividamento e a *performance* financeira estão relacionados, pois, empresas com mais investimentos tendem a acumular mais dívidas, porém são também mais lucrativas⁵. Contudo, essa relação pode ser reversa quando o endividamento é muito elevada devido aos custos de agência (Westerlund, 2020).

A literatura financeira tem estudado como o nível de endividamento afeta a *performance* financeira e operacional das PME, onde a maioria dos estudos revela a existência de um impacto negativo. Existem dois argumentos teóricos que sustentam a afirmação de que um maior nível de endividamento da empresa possa influenciar negativamente a *performance* financeira das PME (Goergen, 2012; Abdallah & Ismail, 2017): (i) o esforço para pagar os juros da dívida expressa a dificuldade da empresa crescer; e (ii) os credores estipulam condições à concessão de crédito, levando a que *performance* financeira da empresa diminua (Jensen & Meckling, 2008).

Face ao nível de risco que estão associadas as atividades das PME, destaca-se o a assimetria de informação entre credores e proprietários. Daqui resulta a redução do montante de crédito concedido e/ou o aumento do seu custo, pelo que este obstáculo de acesso ao crédito contribui para a fraca *performance* financeira das PME (Serrasqueiro & Nunes, 2008).

Salim & Yadav (2012), Chechet & Olayiwola (2014), Le & Phan (2017) e Vo & Ellis (2017), apresentam evidências de um impacto significativamente negativo entre o endividamento e a *performance* financeira. Este efeito mantém-se quer se trate de dívida de curto prazo ou dívida de longo prazo (Nguyen & Nguyen, 2020).

No entanto, não é tão simples a previsão da relação entre o endividamento e a *performance* financeira da empresa, pois existem estudos recentes que encontram evidências de uma relação não linear entre o endividamento e a *performance* da empresa, isto é, o endividamento pode ter efeitos positivos ou negativos na *performance* financeira. Le & Phan (2017) explicam esta não linearidade da seguinte forma: (i) se o endividamento se encontrar num nível baixo, a dívida pode aumentar a *performance* financeira da empresa devido ao benefício fiscal; e, (ii) se o endividamento se encontrar um nível alto, o aumento do endividamento pode diminuir a *performance* financeira da empresa, pois os custos da

⁵ (Ataíde, 2021)

dívida são superiores aos benefícios que esta pode gerar, levando à existência de desequilíbrios financeiros e custos de agência da dívida.

Segundo Westerlund (2020), o endividamento está significativamente relacionado de forma positiva em empresas de alta eficiência e negativa em empresas de baixa eficiência, podendo ser espectável que o endividamento influencie positivamente a *performance* financeira da empresa segundo a hipótese do risco de falência e do custo de agência.

A temática de como as mudanças do endividamento podem influenciar a *performance* financeira da empresas, tem sido cada vez mais um assunto debatido na literatura (Abdullah & Tursoy, 2021).

A partir da explicação anterior, formula-se a primeira hipótese:

H_1 : Existe um impacto negativa do endividamento na *performance* financeira das PME.

Dimensão

Hirdinis (2019), no seu estudo, revela que a dimensão da empresa é um elemento relevante para determinar a *performance* financeira.

As empresas de grande dimensão são, habitualmente, empresas mais transparentes e divulgam informação de maior qualidade e credibilidade (Lisboa, 2019). São, também, empresas mais diversificadas e apresentam maior estabilidade nos fluxos de caixa (Chow, 2019), permitindo o acesso à dívida em condições mais vantajosas (Serrasqueiro et al. 2016). Conforme Ramli et al. (2019) sugerem, empresas de maior dimensão geram maiores retornos sobre ativos e vendas, levando a uma melhor *performance* financeira. As empresas de grande dimensão também tendem a apresentar maiores níveis de rentabilidade do que empresas de menor dimensão, esta variação pode ser consequência dos ganhos de eficiência ou pelo aumento do poder de mercado.

Pouraghajan et al., (2012), Pantea et al., (2014), Hunjra et al., (2014), concluíram que a dimensão da empresa tem um impacto positivo e significativo na *performance* financeira da empresa, bem como na sua EC (Ramli et al., 2019).

Serrasqueiro & Nunes (2008) sugerem que as PME portuguesas de maior dimensão têm vantagens, pois são capazes de enfrentar alterações de mercado e são capazes de aproveitar em maior nível as economias de escala. Os autores para além de concluírem que a dimensão impacta positivamente a *performance* financeira, referem que o mesmo acontece independentemente da variável utilizada para medir a dimensão.

A partir da explicação anterior, formula-se a segunda hipótese:

H_2 : Existe um impacto positivo da dimensão na *performance* financeira das PME.

Crescimento

De acordo com os estudos realizados por Salim & Yadav (2012), Zeitun & Tian (2014) Pamplona, et al. (2017) e Abdullah & Tursoy (2021), o crescimento da empresa impacta positivamente a *performance* financeira. Neste sentido, Margaritis & Psillaki (2010) afirmam que as empresas maiores e mais rentáveis, são, por norma, bem geridas, e mais eficientes, sendo capazes de obter uma boa *performance*.

É de esperar que as PME que tenham oportunidades de crescimento obtenham maior nível de *performance* financeira, pois, geralmente tende a conseguir gerar mais lucros e os custos de capital associados aos investimentos são menores (Zeitun & Tian, 2014 ; Westerlund, 2020).

Por outro lado, Coad (2009) destaca algumas situações em que pode existir um impacto negativo entre o crescimento e a *performance*, por exemplo, quando as empresas já apresentam um lucro elevado, mas não querem investir em novas oportunidades de negócio, sendo que, posteriormente as empresas concorrentes com menor lucro aproveitam estas oportunidades de negócio, a capacidade de reduzir a produção das empresas com maior poder de mercado pode levar a que estas obtenham maior margem de lucro, as empresas podem não ter oportunidades de expansão e por último, a empresa pode optar por reduzir a dimensão e especializar-se para que seja mais eficiente.

Também Lee (2014) identificou que o crescimento tinha um efeito negativo na *performance* financeira, defendendo que este efeito ocorre quando a envolvente externa à empresa é desfavorável ao investimento. Contudo, Tong & Serrasqueiro (2020) estudaram as PME de média e alta tecnologia no setor da indústria transformadora em Portugal, onde concluíram que a relação entre a *performance* financeira e o crescimento é negativa, contrariando a expectativa tradicional em que níveis favoráveis de crescimento podem ajudar a acumular lucros retidos que sustentam a rentabilidade.

A partir da explicação anterior, formula-se a terceira hipótese:

H_3 : Existe um impacto positivo do crescimento na *performance* financeira das PME.

Idade

Segundo Coad et al., (2018), existe uma possível correlação entre a idade da empresa e a *performance* financeira das PME. Os autores, descrevem que, possivelmente, a idade afeta a *performance* financeira através de mecanismos de intermediação como é o caso da rotinização, reputação e rigidez organizacional.

Nunes & Serrasqueiro (2012) afirmam que a idade tem maior impacto na *performance* financeira das PME mais jovens. Quando as empresas são jovens e apresentam boa liquidez, acabam por ser empresas mais dinâmicas e apresentam maiores níveis de *performance* financeira (Fagiolo et al., 2006).

Por outro lado, no estudo feito por Jovanovic (1982), é descrito que os gestores, com o decorrer dos anos, exploram melhor as suas oportunidades de investimento e, desta forma, só nas fases mais avançadas do ciclo de vida é que as empresas conseguem atingir maiores níveis de *performance* financeira.

No caso das PME, o capital alheio é ponderado pela idade. Empresas mais jovens dependem maioritariamente do financiamento externo do que empresas mais antigas. Uma maior longevidade das PME leva à redução do seu nível de endividamento (Serrasqueiro et al., 2011). O fator idade leva a que as empresas mais antigas possuam reputação no mercado, servindo de garantia junto aos credores. Outra característica peculiar das PME mais antigas, é que estas são mais convencionais/seletivas nas suas opções de financiamento (Forte et al., 2013).

Contrapondo este resultado, Salvado (2018) destaca a existência de um impacto negativo da idade na *performance* financeira das PME, dado que à medida que as PME progridem no seu ciclo de vida, demonstram que a *performance* financeira diminui porque estas não querem expor os frutos do seu sucesso em novos mercados, onde envolvem a possibilidade do enfraquecimento da empresa ou até o fracasso.

Ao longo do tempo, como as empresas alcançam uma posição consideravelmente segura em relação ao mercado onde atuam, os gerentes arriscam em novas expansões que podem expor a empresa ao fracasso e ao enfraquecimento, o que sugere que quanto maior a idade da empresa menor será a sua rentabilidade (Robson & Bennett, 2000).

Loderer & Waelchli (2010), revelam que as empresas pioraram a sua *performance* financeira ao longo dos anos, devido à queda dos lucros e das vendas e os custos das matérias serem maiores. Neste segmento, Pervan et al., (2019) seguem a mesma linha de pensamento mencionando ainda que à medida que as PME ficam com mais idade, os benefícios que obtém através do conhecimento já adquirido nas diferentes áreas pode ser

ultrapassado pela inflexibilidade da empresa, pelas rotinas ou até por se tratar de uma estrutura organizacional obsoleta.

A partir da explicação anterior, formula-se a quarta hipótese:

H₄: Existe uma impacto positiva da idade na *performance* financeira das PME.

Liquidez

O índice de liquidez é, habitualmente, o indicador usado para avaliar a capacidade de a empresa pagar as suas obrigações de curto prazo. Uma empresa com maior liquidez indica que conseguirá enfrentar os seus problemas financeiros e, conseqüentemente, terá uma melhor *performance* financeira (Ramli et al., 2019).

Existem diversos argumentos que mostram que maiores níveis de liquidez contribuem para aumentos na *performance* financeira das PME: (i) empresas com maiores níveis de liquidez têm maior facilidade em alcançar os compromissos financeiros de curto prazo; (ii) um maior nível de liquidez permite que a empresa enfrente mudanças de competitividade nos mercados em que operam; e, (iii) um maior nível de liquidez facilita a obtenção de crédito por parte das empresas (Serrasqueiro & Nunes, 2008).

As PME que possuem maior liquidez apresentam maior facilidade em obter financiamento através da dívida (Matias & Serrasqueiro, 2017). Sun et al., (2013) mostram que os níveis de liquidez e o capital disponível das PME são um determinante pelo qual os bancos têm em conta para perceber se a empresa consegue pagar as suas dívidas prontamente. Portanto, a liquidez que as PME exibem é um fator importante para obter financiamento bancário.

De acordo com Kiraci & Aydin (2018), as empresas com elevados níveis de liquidez estão mais propensas a níveis mais elevados de dívida e, por sua vez, aumentam o património por não terem dificuldades em cumprir com os seus compromissos financeiros. A capacidade que a empresa tem em converter os ativos em dinheiro pode influenciar a *performance* financeira, pois os recursos que a empresa detém podem ser utilizados no imediato para dar resposta a oportunidades de crescimento, influenciando de forma positiva a *performance* financeira da empresa (Notta & Vlachvei, 2014).

Por outro lado, no estudo de Zago & Mello (2015) a relação do ROA, métrica para medir a *performance* financeira, com a liquidez não se mostrou significativa. Esta inconsistência de resultados é justificada pelo facto de a liquidez ser explorada na literatura como determinante da EC, mas associá-la à *performance* financeira.

Desta forma, Musah (2019) afirma que os resultados obtidos para a relação entre a liquidez e a *performance* financeira das empresas pode ser divergente, de acordo com o ambiente geográfico e com os setores em estudo.

Mohanty & Mehrotra (2018) mencionam a existência de um *Trade-off* entre montantes elevados de ativos líquidos e a maximização da lucratividade das PME. Esse dilema surge por consequência de que elevados valores de ativos líquidos tendem a gerar custos de manutenção, não agregando valor diretamente à empresa. Trata-se, portanto, de uma relação negativa entre duas variáveis.

Por fim, a lucratividade das empresas pode ser melhorada para manter a liquidez, no entanto, a detenção de mais ativos líquidos chega a um ponto em que afeta negativamente a lucratividade (Li et al., 2020). Os autores mencionam que as empresas ao investirem demasiado em ativos líquidos, nomeadamente, em inventários, estes mantêm-se demasiado tempo em stock, representando elevados custos de armazenamento, de transporte, etc. Consequentemente, a viabilidade das empresas é afetada negativamente, levando a que a sua *performance* financeira diminua.

A partir da explicação anterior, formula-se a quinta hipótese:

H_5 : Existe um impacto positivo da liquidez na *performance* financeira das PME.

Tangibilidade do ativo

Os ativos tangíveis podem ser classificados em dois tipos: (i) ativos circulantes, como por exemplo títulos negociáveis, caixa e equivalentes de caixa, contas a receber, ou seja, ativos com vida útil de inferior um ano (curto prazo); e (ii) ativos fixos, como por exemplo, ativo imobilizado para uso de longo prazo com liquidez de mercado relativamente baixa (Íltaş & Demirgunes, 2020).

As PME com maiores níveis de ativos tangíveis têm maior capacidade de prestar colaterais e, por conseguinte, são empresas cujo acesso ao financiamento externo lhes é facilitado. De acordo com Matias & Serrasqueiro (2017), as PME com maior nível de ativos tangíveis conseguem obter com mais facilidade financiamento através da dívida. Assim sendo, os ativos tangíveis acabam por ser uma mais-valia para as PME junto das entidades bancárias.

Segundo Irungu et al. (2018), um maior nível de ativos tangíveis aumenta o valor de liquidação de uma empresa, uma vez que os bens tangíveis constituem garantia da dívida

em caso de falência. Além do mais, quando a empresa está em dificuldades, as vendas de ativos tangíveis podem representar uma fonte de recursos para a empresa.

Assim, por um lado, uma empresa com um nível elevado de ativos tangíveis, geralmente tende a ter custos de financiamento externo mais reduzidos. Por outro lado, um menor nível de ativos tangíveis na posse de uma empresa aumenta a probabilidade de enfrentar maiores dificuldades na captação de capital externo, sendo por isso mais restringida financeiramente, com menor probabilidade de aproveitar oportunidades de investimento (Íltaş & Demirgunes, 2020), levando a empresa a diminuir a sua *performance* financeira.

Por fim, Musah & Agyemang (2019) afirmam que os ativos tangíveis impactam negativamente a *performance* financeira das empresas, porque estas utilizam os seus ativos colaterais como sendo uma garantia para as dívidas de financiamento. Assim, espera-se que a tangibilidade do ativo tenha uma ligação positiva com o endividamento, mas em contrapartida as empresas altamente endividadas tendem a ter uma *performance* financeira mínima.

A partir da explicação anterior, formula-se a sexta hipótese:

H_6 : Existe um impacto negativa da tangibilidade do ativo na *performance* financeira das PME.

COVID-19

O surto do novo coronavírus (Covid-19) levou a um desastre global de saúde pública e a uma crise económica global que impactou significativamente as empresas em todo o mundo.

Com o objetivo de travar a disseminação da Covid-19, os governos suspenderam as atividades económicas, o que provocou uma disrupção no processo produtivo (Tucker, 2020).

A Organização para a Cooperação Económica e Desenvolvimento (OCDE) relata que a Covid-19 resultou na ameaça de uma grande crise económica marcada pela cessação de atividades de produção em muitos países, na queda de níveis de consumo público, na perda de confiança do consumidor, e na queda das bolsas de valores que conduzem, em última análise, à incerteza (OCDE, 2020).

Neste período, as pessoas tendem a evitar fazer investimentos e retiram os investimentos que têm, o que resulta na redução do nível de atividade económica, levando a uma redução

no crescimento geral. Dada a estagnação da atividade económica, os retornos dos investimentos na maioria dos casos foram negativos, dado que não se poderia prever se as pessoas mostrariam ou não um conservadorismo semelhante (Rababah et al., 2020).

Toda esta recessão foi um duro problema enfrentado pelas PME, começando pela sua frágil estrutura às limitações das ajudas oferecidas por parte do estado e das entidades bancárias, muitas das PME não resistiram à crise económica.

Durante a crise, o rendimento líquido diminuiu significativamente devido ao enfraquecimento do poder de compra das pessoas e do aumento dos custos dos juros e, desta forma, a rentabilidade das empresas diminuiu significativamente. Quando o poder de compra das pessoas diminui, tem um impacto nas vendas totais da empresa, e se estas diminuem, o seu lucro também diminuirá (Nguyen, 2022). As quedas das receitas e a incapacidade de retomar ao trabalho foram problemas comuns enfrentados por todas as PME (Lu et al., 2021).

Além disso, Shen et al., (2020) mostram que a pandemia teve um impacto negativo e significativo na *performance* financeira das empresas devido à uma diminuição do valor da receita total, o que afeta a redução do ROA, por sua vez a diminuição da *performance* financeira.

A partir da explicação anterior, formula-se a sétima hipótese:

H_7 : Existe um impacto negativo da Covid-19 na *performance* financeira das PME.

3. Metodologia

No presente capítulo apresenta-se a metodologia de investigação que suporta o desenvolvimento do estudo empírico, cujo objetivo principal é analisar a relação entre o endividamento e a *performance* financeira das PME Portuguesas. De seguida, é descrita a amostra da pesquisa, onde são definidas as variáveis de investigação e é apresentado o método de estimação utilizado no apuramento dos dados obtidos.

3.1. Amostra de Investigação, Recolha de Dados e Variáveis de Investigação

Neste estudo recorreu-se a dados de PME Portuguesas, extraídos da base de dados SABI. Esta base de dados contém informação económico-financeira detalhada sobre PME Portuguesas. Recorreu-se à sugestão da comissão da União Europeia (L124/36 – 2003/261/CE), de 6 de maio de 2003 para definir as micro, pequenas e médias empresas. É considerada uma PME quando o volume de negócios anual não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não passa dos 43 milhões de euros e quando emprega menos de 250 pessoas.

Após um processo de depuração da amostra, isto é, a remoção de valores irrealistas, por exemplo, quando existem valores do Passivo Total/ Ativo Total inferiores a zero ou superiores a um e/ou quando o capital próprio apresenta valores negativos, e à eliminação de valores de variáveis demasiado altas, sendo estes denominados por outliers que poderiam levar a resultados enviesados. A investigação é composta por 9521 PME Portuguesas, para o período de análise de 2010 a 2020. Recorreu-se ao programa estatístico STATA, para tratar os dados recolhidos.

Arellano & Bond (1991), consideram que os estimadores dinâmicos requerem que as empresas estejam na base de dados pelo menos durante quatro anos consecutivos para que sejam consideradas na análise econométrica. Desta forma, eliminou-se as empresas que não se apresentavam durante pelo menos quatro anos consecutivos na base de dados, durante o período 2010-2020.

No estudo, considerou-se a *Performance* financeira como sendo a variável dependente e as variáveis explicativas são o endividamento, a dimensão, o crescimento, a idade, a liquidez, a tangibilidade, e a Covid-19.

Tabela 1: Variáveis de investigação

Variável	Medida	Autores
Variável dependente		
<i>Performance</i> financeira (Perf)	Resultado antes de encargos financeiros e impostos ativo total	Ahmad et al. (2015), (Nguyen & Nguyen (2020), Abdullah & Tursoy (2021)
Variáveis independentes		
Endividamento (End)	$\frac{\text{Passivo total}}{\text{Ativo total}}$	Hunjra et al. (2014), Nguyen & Nguyen (2020), Abdullah & Tursoy (2021)
Idade (Id)	Ln (número de anos da empresa)	Nunes & Serrasqueiro (2015), Zélia Serrasqueiro et al. (2016), Matias & Serrasqueiro (2017), Hunjra et al. (2014)
Dimensão (Dim)	Ln (ativo total)	Nunes & Serrasqueiro (2015), Salim & Yadav (2012), Hunjra et al. (2014), Ramli et al. (2019) Nguyen & Nguyen (2020)
Ativos tangíveis (Tang)	$\frac{\text{Ativos tangíveis}}{\text{Ativo total}}$	(F. Matias & Serrasqueiro, 2017)(Le & Phan, 2017)(Nguyen & Nguyen, 2020)
Oportunidades de Crescimento (Cresc)	$\frac{\text{Ativos intangíveis}}{\text{Ativo total}}$	Salim & Yadav (2012), Zeitun & Tian (2014), Ramli et al. (2019) Nguyen & Nguyen (2020)
Liquidez (Liq)	$\frac{\text{Ativo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$	Nunes & Serrasqueiro (2015), Ramli et al. (2019), Nguyen & Nguyen (2020)
Covid-19	Variável dummy, valor=1, para anos de 2019 e 2020, valor=0, para os restantes anos de análise	

3.2. Método de Estimação

Esta dissertação pretende analisar o impacto das diferentes variáveis explicativas na *performance* financeira das PME. A análise do estudo recai sobre o período de 2010 a 2020, utilizando um modelo de dados em painel.

Os modelos com dados em painel conseguem combinar dados de séries temporais (*time-series data*) com dados transversais (*cross-sectional data*), ou seja, têm a capacidade de observar o comportamento de N entidades durante um determinado período de tempo.

De acordo com Baltagi (2005) existem dois tipos de dados em painel: os modelos de painel estáticos, podendo ser o método OLS, modelos de painel de efeitos fixos; modelos de painel de efeitos aleatórios; ou o modelo de painel dinâmico, sendo o estimador GMM (1991) ou *GMM System* (1998).

Os tratamento de dados em painel permite que se analise uma grande quantidade de informação variada, com menor colinearidade entre as variáveis (Marques, 2000). Tal como Pervan et al. (2019) referiu, muitas das relações económicas apresentam características dinâmicas.

As estimações com modelos de painel dinâmicos têm em conta a dimensão temporal dos dados em análise; os efeitos não observáveis de cada ano e de cada empresa; a inclusão da variável dependente desfasada como sendo mais uma variável explicativa do modelo; e a possível existência de endogeneidade.

O uso de estimações com modelos de painel dinâmicos tem vantagens sobre as estimações com modelos de painel estáticos, pois o modelo de painel dinâmico tem uma maior capacidade de controle de endogeneidade, maior controle de colinearidade entre as variáveis explicativas e consegue controlar melhor os efeitos da falta de variáveis independentes importantes para a interpretação da variável dependente (Zélia Serrasqueiro & Caetano, 2015).

Arellano & Bond (1991) propõem que se estime a equação com a variável dependente, *performance* financeira, desfasada e os restantes determinantes como variáveis instrumentais em nível. Ao se estimar a equação nas primeiras diferenças permite eliminar os efeitos individuais não observáveis (v_i). E o uso de variável *performance* financeira desfasada e o uso dos determinantes como instrumentos permite a presença de condições ortogonais entre $e_{i,t}$ e $Perf_{i,t-1}$ eliminando a correlação.

O estimador GMM apenas é considerado válido se duas condições forem verificadas. A primeira condição diz respeito á validação de todos os instrumentos, enquanto a segunda condição exclui a presença de correlação serial de segunda ordem nos resíduos. A primeira condição, a validade global dos instrumentos, é testada com o teste de Hansen. A segunda condição, pode ser testada com as estatísticas do teste de Arellano e Bond. Contudo, é de notar que a presença de autocorreção de primeira ordem nos resíduos não é sinonimo que a estimativa seja inconsistente, pois a condição para o estimador GMM é a inexistência de autocorreção de segunda ordem.

Roodman (2009) também considera que a estimativa da variável dependente desfasada é confiável quando esta apresenta um valor abaixo de 1, pois valores acima de 1 sugere que a dinâmica é instável, com divergência em relação aos valores de equilíbrio.

Desta forma, calculou-se a correlação entre performance financeira no período atual ($Perf_{i,t}$) e performance financeira no período anterior ($Perf_{i,t-1}$), sendo essa correlação de 0,696, o que justifica usar o estimador dinâmico do sistema GMM System ao invés do GMM

Posto isto surge a equação de investigação:

$$Perf_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 Perf_{i,t-1} + \beta_3 Tang_{i,t} + \beta_4 Dim_{i,t} + \beta_5 End_{i,t} + \beta_6 Liq_{i,t} + \beta_7 Cresc_{i,t} + \beta_7 Id_{i,t} + \beta_8 Covid-19_{i,t} + v_i + e_{i,t} \quad (1)$$

onde, $Perf_{i,t-1}$ é a *performance* da empresa i no período $t-1$; $Tang_{i,t}$, é o nível de ativos tangíveis da empresa i no período t ; $Dim_{i,t}$, é a dimensão da empresa i no período t ; $End_{i,t}$, é o endividamento total da empresa i no período t ; $Liq_{i,t}$, é o nível de liquidez da empresa i no período t ; $Cresc_{i,t}$, são as oportunidades de crescimento da empresa i no período t ; $Id_{i,t}$, é o logaritmo da idade da empresa i no período t ; $Covid-19_{i,t}$, é a *dummy* que capta os efeitos da pandemia na empresa i no período 2019-2020 ; v_i , são os efeitos individuais não observáveis nas variáveis independentes; e $e_{i,t}$ é o termo erro.

4. Resultados

4.1. Estatística Descritiva

Para responder aos objetivos propostos deste estudo, foram calculadas as estatísticas descritivas, como mostra a tabela 2.

Tabela 2: Estatística descritiva

Variável	Obs	Média	SD	min	max
Perf	78,171	0.0630	0.0744	3.16e-06	3.4905
End	78,171	0.5495	0.2210	0.0047	0.9999
Tang	78,171	0.2122	0.1916	0	0.9949
Dim	78,171	7.3289	1.4299	2.1884	10.666
Liq	78,171	2.5027	2.0308	0.3237	14.922
Cresc	78,171	0.1132	0.6691	-0.9532	109.71
Id	78,128	2.8963	0.6514	0	4.7004
Covid-19	78,171	0.1026	0.3035	0	1

Através da tabela 2, verificou-se que todas as variáveis apresentam coeficientes de variação superior a 0.1, e ainda se constatou que as variáveis *performance* financeira, crescimento e Covid-19 são consideravelmente voláteis, uma vez que o valor do desvio padrão é maior que a média.

Tabela 3: Matriz de correlação das variáveis e VIF (*variance inflation factor*)

	Roa	Tang	Dim	End	Liq	Cresc	Id	Covid-19
Roa	1.0000							
Tang	-0.0964*	1.0000						
Dim	-0.0585*	0.0558*	1.0000					
End	-0.2985*	0.0493*	-0.0305*	1.0000				
Liq	0.1377*	-0.1829*	-0.1351*	-0.6018*	1.0000			
Cresc	0.0705*	-0.0094	-0.0080	0.0710*	-0.0333*	1.0000		
Id	-0.0970*	0.0362*	0.3678*	-0.2314*	0.0862*	-0.0995*	1.0000	
Covid-19	0.0224*	0.0098	0.0515*	-0.0619*	0.0271*	-0.0108	0.1086*	1.0000
VIF		1.04	1.21	1.64	1.65	1.01	1.26	1.04

Nota: * significa estatisticamente significativa a 5%.

Primeiramente, faz-se uma matriz de correlações para se ver a relação entre todas as variáveis da equação. Os autores Gujarati & Porter (2010) assumem que existe problemas

de colinearidade quando os coeficientes de correlação são superiores a 50%. Com base na Tabela 3, não se verifica a existência de coeficientes de correlação superiores a 50%, logo conclui-se que os problemas de correlação entre as variáveis parecem não ser substanciais. Posteriormente, fez-se o teste VIF, onde também se conclui que não existe multicolinearidade, pois os valores centrados do VIF são inferiores a 10.

4.2. Determinantes da *Performance Financeira* das PME

Para se investigar os determinantes da *performance* financeira das PME recorreu-se à estimação da equação (1), onde foi utilizando o *GMM System*. Os resultados obtidos são apresentados na tabela 4.

Tabela 4: Determinantes da *performance* financeira

	ROA
L.ROA	0.4906*** (0.03463)
Tang	-0.04606*** (0.01072)
Dim	0.008010** (0.003360)
End	-0.09643*** (0.02314)
Liq	-0.01796*** (0.003436)
Cres	-0.05486** (0.02146)
Id	-0.01818*** (0.004001)
Covid-19	-0.002352*** (0.0007222)
Observações	48638
Empresas	9521
Instrumentos	38
Teste AR (1) (p-value)	-12.16
Teste AR (2) (p-value)	0.925
Hansen j (p-value)	30.80
Hansen test excluding group (p-value)	15.86
Teste Diff-inHansen of exogeneity (p-value)	14.93

Notas: (1) A regressão inclui as variáveis dependente desfasada 2 e 3 períodos, mas não são apresentadas. (2) O desvio padrão robusto está representado entre parênteses. (3) *** representam valores estatisticamente significante a 1 %, ** valores estatisticamente significantes a 5 % e * valores estatisticamente significantes a 10%. (4) O teste de Hansen está sob a hipótese nula de que todos os instrumentos são válidos. (5) O teste de exogeneidade Diff-in- Hansen está sob a hipótese nula de que os instrumentos nas equações em níveis são exógenos. (6) O teste AR (1) é um teste de autocorrelação de primeira ordem nos resíduos e é distribuído como $N(0,1)$, sob a hipótese nula de não haver autocorrelação de primeira ordem. (7) O teste AR (2) é um teste de autocorrelação de segunda ordem nos resíduos de segunda ordem e é distribuído como $N(0,1)$, sob a hipótese nula de não haver autocorrelação de segunda ordem.

Em conformidade com a tabela 4, o teste de Hansen sugere a aceitação da hipótese nula que confirma a validação dos instrumentos. O teste de autocorrelação de segunda ordem indicam a aceitação da hipótese nula, sugerindo a inexistência de autocorrelação de segunda ordem. E por fim, o teste de exogeneidade diff-in-Hansen indica que não podemos rejeitar a hipótese nula que os instrumentos nas equações em níveis são exógenos.

É importante salientar que uma situação em que o número de instrumentos é maior que o número de grupos, o teste de Hansen pode ser fraco. No entanto, neste estudo, o número de instrumentos é bastante baixo em comparação com o número de empresas, indicando que este teste provavelmente não está enfraquecido.

A partir dos resultados dos testes anteriormente referidos, o teste de Hansen e da autocorrelação de segunda ordem, pode-se concluir que os resultados obtidos com GMM *System* são válidos e, conseqüentemente, possíveis de interpretação.

Posto isto, foram analisados resultados obtidos com base no GMM *System*, que indicam que o nível de ativos tangíveis, o endividamento, a liquidez, o crescimento, a idade e a Covid-19 têm um impacto negativo e estatisticamente significativo sobre a *performance* financeira. Os determinantes dimensão e *performance* financeira do período anterior têm um impacto positivo e estatisticamente significativo sobre a variável dependente, *performance* financeira.

5. Discussão de Resultados

Tendo em conta todas as características teóricas anteriormente mencionados, neste momento podem ser analisados os resultados obtidos através do *GMM System*.

Analisou-se a relação da variável *performance* financeira do período anterior ($Perf_{i,t-1}$) com a *performance* do período atual ($Perf_{i,t}$), onde se conclui que a *performance* financeira do período anterior impacta positivamente a *performance* financeira do período atual das PME. Isto quer dizer que a *performance* financeira é persistente ao longo do tempo.

O endividamento impacta negativamente a *performance* financeira das PME, e é estatisticamente significativa a 1%, pelo que não se rejeita a Hipótese 1. Assim, estas empresas quando recorrem à dívida para se financiar constataam uma diminuição da *performance* financeira. O resultado indica a preferência de autofinanciamento por parte das PME portuguesas, ou seja, seguem a Teoria da *Pecking Order* (Matias & Serrasqueiro, 2017; Nunes et al., 2010). O resultado corrobora os estudos de Salim & Yadav (2012), Chechet & Olayiwola (2014), Le & Phan (2017), Vo & Ellis (2017), onde foi identificado um impacto negativo do endividamento na *performance* financeira. Segundo Serrasqueiro & Nunes (2008) o elevado nível de financiamento das PME portuguesas apenas contribui para que as empresas tenham um encargo periódico o que leva a um decréscimo da *performance* financeira da empresa. Contudo, os resultados de Le & Phan (2017) e de Westerlund (2020) são válidos, onde os autores mencionam que o financiamento tem um impacto positivo sobre a *performance* das PME. Podendo o endividamento estar relacionado de forma positiva com a *performance* financeira em empresas de alta eficiência, segundo a hipótese do risco de falência e do custo de agência (Westerlund, 2020).

A variável dimensão apresenta um impacto positivo e estatisticamente significativa a 5% para com a *performance* financeira, desta forma não se pode rejeitar a Hipótese 2. O resultado sugere a *performance* financeira aumenta, à medida que a empresa vai aumentando a sua dimensão. Este resultado vai de encontro com os estudos feitos por Serrasqueiro & Nunes (2008), Pouraghajan et al. (2012), Pantea et al. (2014), Hunjra et al. (2014), Matias & Serrasqueiro (2017) e Ramli et al. (2019). De acordo com Serrasqueiro & Nunes (2008), as PME portuguesas com dimensões maiores conseguem aproveitar melhor as economias de escala, os recursos e têm maior aptidão para dar resposta a alterações no mercado. Uma empresa de maior dimensão gera maiores retornos, o que leva a uma melhor *performance* financeira (Ramli et al., 2019),

Em relação à Hipótese 3, esta é rejeitada, uma vez que, a variável crescimento tem um impacto negativo e estatisticamente significativa a 5%, na *performance* financeira. Contrariamente ao que seria de esperar, onde era espectável que PME com maiores possibilidades de crescimento obtivessem maior *performance* financeira, pois, geralmente apresentam maiores taxas de retorno e conseqüentemente, têm maior aptidão para gerar lucros e para realizar os investimentos com o menor custo de capital (Zeitun & Tian, 2014; Westerlund, 2020). Ainda assim, a evidência do resultado obtido neste estudo vai de encontro com os resultados obtidos por Coad (2009), Lee (2014), e Tong & Serrasqueiro (2020), onde a relação entre o crescimento e a *performance* financeira das PME pode estar relacionado negativamente, pois as empresas ao reduzirem as oportunidades de crescimento concentrarem-se nas competências essenciais da empresa, de forma eficiente, o que pode provocar uma taxa de lucro mais elevada.

A idade tem um impacto negativo e estatisticamente significativa a 1% com a *performance* financeira, desta forma, rejeita-se a Hipótese 4. Este resultado mostra que as PME ao progredirem no seu ciclo de vida verificam um decréscimo da *performance* financeira. As empresas com maior longevidade tendem a tornar-se resistentes à mudança, nomeadamente, à mudança tecnológica. Desta forma, as empresas que se adaptam melhor às mudanças conseguem obter melhores resultados. Contudo, esta evidência vai de encontro com os resultados obtidos por Loderer & Waelchli (2010), Pervan et al., (2019), e Salvado (2018), onde se concluiu que a relação entre a idade e a *performance* financeira é negativa, o que pode dever-se por um lado ao facto de os gerentes arriscarem em novas expansões que podem expor a empresa ao fracasso, e por outro lado, os benefícios que obtém através do conhecimento já adquirido nas diferentes áreas pode ser ultrapassado pela inflexibilidade da empresa, pelas rotinas ou até por se tratar de uma estrutura organizacional obsoleta.

A variável liquidez apresenta um impacto negativo e estatisticamente significativa a 1% para com a variável *performance* financeira, ou seja, a hipótese 5 é rejeitada. Este indicador reflete a capacidade de a empresa pagar as suas obrigações de curto prazo. A relação esperada é contrária ao resultado obtido no estudo, pois tal como mencionou Musah (2019) o resultado da relação entre a liquidez e a *performance* financeira da empresa pode ser divergente. Neste estudo obteve-se uma relação negativa entre a liquidez e *performance* financeira. Este resultado está em linha com os estudos de Mohanty & Mehrotra (2018) e Li et al. (2020) onde esta relação é justificada pelo facto de a detenção de mais ativos líquidos tende a gerar maiores custos de manutenção, até que chega a um ponto em que afeta negativamente a *performance* financeira.

Relativamente à Hipótese 6, a mesma não é rejeitada, uma vez que, o nível dos ativos tangíveis tem um impacto negativo e estatisticamente significativa a 1%, na *performance* financeira. O resultado desta investigação vai de encontro com os resultados obtido por Íltas et al. (2020), Musah & Agyemang (2019) e Serrasqueiro & Nunes (2008) onde se concluiu que as empresas, nomeadamente as PME, usam os ativos tangíveis como garantia da dívida em caso de falência, sendo que quando a empresa está em dificuldades, as vendas de ativos tangíveis representam uma fonte de recursos para a empresa, melhorando a *performance* financeira. Segundo Musah & Agyemang (2019), os ativos tangíveis e o endividamento têm uma relação positiva, porém o mesmo não sucede com a *performance* financeira das PME, onde a relação da *performance* financeira e dos ativos tangíveis é significativamente negativa.

No que respeita à variável Covid-19, a hipótese 7 não é rejeitada. Existe um impacto negativo da variável Covid-19 na *performance* financeira, estatisticamente significativa a 1%,. De acordo com a OCDE (2020) a Covid-19 provocou a cessação de atividades de produção em muitos países, a queda dos níveis de consumo público e a perda de confiança do consumidor. Esta evidência vai de encontro com os estudos feitos por Rababah et al. (2020), Shen et al. (2020), Lu et al. (2021) e Nguyen (2022) cujos resultados verificam que o rendimento líquido da população diminuiu tendo por consequência a diminuição do poder de compra e, conseqüentemente, diminuiu as vendas totais das empresas bem como o seu lucro. Por esta razão, a Covid-19 teve um impacto negativo significativo na *performance* financeira das empresas.

Sintetizando, através da Tabela 5 podemos observar o comportamento esperado das variáveis em concordância com as hipóteses formuladas, bem como os resultados obtidos.

Tabela 5: Síntese dos resultados

Determinante da <i>performance</i>	Hipótese	Relação Esperada	Relação Obtida	
Endividamento	H1	Negativa	Negativa	(S.)
Dimensão	H2	Positiva	Positiva	(S.)
Crescimento	H3	Positiva	Negativa	(S.)
Idade	H4	Positiva	Negativa	(S.)
Liquidez	H5	Positiva	Negativa	(S.)
Tangibilidade	H6	Negativa	Negativa	(S.)
Covid-19	H7	Negativa	Negativa	(S.)

Notas: 1. (N.S.): Estatisticamente não significativo, 2. (S.): Estatisticamente significativo.

6. Conclusões e Sugestões de Estudos Futuros

A presente dissertação pretendeu analisar o impacto do endividamento na *performance* financeira das PME Portuguesas. Além disso, pretendeu-se analisar a importância dos determinantes dimensão, crescimento, idade, liquidez, tangibilidade, e Covid-19 na *performance* financeira das PME Portuguesas.

Para atingir os objetivos de investigação foi considerada uma amostra de 9521 PME Portuguesas, sob o período de 2010 a 2020. Para estudar o relacionamento entre as variáveis recorreu-se a modelo de dados em painel, nomeadamente ao estimador dinâmico GMM-System.

Após a análise dos resultados obtidos, estes indicam a existência de um impacto negativo do endividamento na *performance* financeira das PME Portuguesas. Este resultado sugere que as PME quando se financiam através da dívida verificam menor *performance* financeira. Talvez por isto, as PME optem por se financiar através de fundos internos, para que a sua *performance* financeira não fique comprometida. Identificou-se um impacto positivo e estatisticamente significativo entre as variáveis dimensão e *performance* financeira. Esta relação indica que a variável dimensão influencia positivamente a *performance* financeira das PME Portuguesas, ou seja, as empresas de grande dimensão verificam maiores níveis de *performance* financeira. Relativamente ao impacto do crescimento na *performance* financeira, este é negativo e estatisticamente significativo. Onde se concluiu que quando as PME Portuguesas aumentam o seu crescimento a *performance* financeira diminui. Verificou-se um impacto negativa e estatisticamente significativo entre as variáveis idade e a *performance* financeira. Com este resultado, podemos concluir que as PME Portuguesas com mais idade têm níveis de *performance* financeira menores. Relativamente ao impacto da liquidez na *performance* financeira, os resultados obtidos evidenciam um impacto negativo e estatisticamente significativo, o que indica que quando se excede os níveis de liquidez a *performance* financeira das PME Portuguesas diminui. Foi identificado um impacto negativo e estatisticamente significativo entre a variável tangibilidade e a *performance* financeira, isto quer dizer uma empresa com menos ativos tangíveis consegue obter maiores níveis da *performance* financeira. Relativamente ao impacto da Covid-19 na *performance* financeira é negativo e estatisticamente significativo. Este resultado sugere que a pandemia (Covid-19) provocou uma diminuição na *performance* financeira das PME Portuguesas.

Por fim, verificamos que a *performance* financeira das PME Portuguesas em análise é persistente, pelo que a *performance* financeira das PME no passado afeta positivamente a *performance* financeira do ano corrente.

O presente estudo contribui para o aprofundamento da compreensão dos determinantes da *performance* financeira das PME Portuguesas, nomeadamente acerca da importância do endividamento para a *performance* financeira destas empresas. Além disso, neste estudo verificou-se que a pandemia teve um impacto negativo na *performance* financeira das PME Portuguesas, sendo a Covid-19 uma variável de estudo recente.

Em linhas futuras de investigação, seria interessante, replicar este estudo, recorrendo a dados primários, incluindo variáveis relacionadas com o empresário das PME, de forma a analisar as suas preferências por fontes de financiamento; e seria também interessante introduzir uma variável para medir o nível de risco. Também seria de interesse, aplicar este estudo a outros países afetados pela Covid-19, como por exemplo, países europeus e comparar os resultados obtidos nos diferentes países.

Bibliografia

- Abdallah, A. A. N., & Ismail, A. K. (2017). Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 46, 98–115. <https://doi.org/10.1016/J.INTFIN.2016.08.004>
- Abdullah, H., & Tursoy, T. (2021). Capital structure and firm performance: a panel causality test. *MPRA Paper*, 105871.
- Abdulsaleh, A. M., & Worthington, A. C. (2013). Small and Medium-Sized Enterprises Financing: A Review of Literature. *International Journal of Business and Management*, 8(14), 36–54. <https://doi.org/10.5539/IJBM.V8N14P36>
- Abeywardhana, D. K. . (2017). Capital Structure Theory: An Overview. *Accounting and Finance Research*, 6(1), 133. <https://doi.org/10.5430/AFR.V6N1P133>
- Ahmad, N., Salman, A., & Shamsi, A. (2015). Impact of Financial Leverage on Firms' Profitability: An Investigation from Cement Sector of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(7).
- Ang, J. S. (1992). On the Theory of Finance for Privately Held Firms. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(3), 185–203.
- Ardalan, K. (2017). Capital structure theory: Reconsidered. *Research in International Business and Finance*, 39, 696–710. <https://doi.org/10.1016/J.RIBAF.2015.11.010>
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations . *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297.
- Ataíde, Â. (2021, November 27). Endividamento das PME está em máximo histórico – O Jornal Económico. *Jornal Económico*.
- Augusto, M. A. G. (2003). *Política de dividendos e estrutura de capitais : uma abordagem integrada no contexto das empresas da indústria transformadora portuguesa*. Universidade de Coimbra.
- Baah, C., Opoku-Agyeman, D., Acquah, I. S. K., Agyabeng-Mensah, Y., Afum, E., Faibil, D., & Abdoulaye, F. A. M. (2021). Examining the correlations between stakeholder pressures, green production practices, firm reputation, environmental and financial

- performance: Evidence from manufacturing SMEs. *Sustainable Production and Consumption*, 27, 100–114. <https://doi.org/10.1016/J.SPC.2020.10.015>
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data* (L. John Wiley e Sons (ed.); 3rd ed.).
- Banco de Portugal. (2021). *Quadros do Setor*. Banco de Portugal, Fontes de Financiamento.
- Berger, A., Udell, G., Berger, A., & Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6–8), 613–673.
- Bhaird, C., & Lucey, B. (2011). An empirical investigation of the financial growth lifecycle. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 18(4), 715–731. <https://doi.org/10.1108/14626001111179767>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais* (M. Hill (ed.); 8th ed.).
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2011). *Financial management : theory and practice* (O. : S.-W. C. L. Mason (ed.); 13th ed.). South-Western Cengage Learning.
- Caetano, A. C. C. (2011). *Decisões da Estrutura de Capitais das PME da Beira Interior: Teoria do Trade-off Versus Teoria da Pecking Order*. Universidade da Beira Interior.
- Casey, E., & O'toole, C. M. (2014). Bank-lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs Bank-lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs. *Journal of Corporate Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.05.001>
- Chechet, I. L., & Olayiwola, A. B. (2014). Capital Structure and Profitability of Nigerian Quoted Firms: The Agency Cost Theory Perspective. *American International Journal of Social Science*, 3(1).
- Chow, Y. P. (2019). Sectoral Analysis of the Determinants of Corporate Capital Structure in Malaysia. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 10(2), 278–293. <https://doi.org/10.15388/omee.2019.10.14>
- Coad, A. (2009). *The growth of firms : a survey of theories and empirical evidence* (U. :

E. E. Cheltenham (ed.)).

- Coad, A., Holm, J. R., Krafft, J., & Quattraro, F. (2018). Firm age and performance. *Journal of Evolutionary Economics*, 28(1), 1–11. <https://doi.org/10.1007/S00191-017-0532-6>
- Costa, S., Laureano, L. M. S., & 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. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.09.024>
- Cotei, C., & Farhat, J. (2009). The Trade-Off Theory and the Pecking Order Theory: Are They Mutually Exclusive? *North American Journal of Finance and Banking Research*, 3(3). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1404576>
- Durand, D. (1952). Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. *Conference on Research in Business Finance. NBER*, 215–262.
- Eniola, A. A., & Entebang, H. (2015). SME Firm Performance-Financial Innovation and Challenges. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 195, 334–342. <https://doi.org/10.1016/J.SBSPRO.2015.06.361>
- Fagiolo, G., Luzzi, A., Fagiolo, G., & 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.
- Ferrão, J. (2012). *O Endividamento das Empresas e das Famílias Portuguesas*. ISCAL.
- Forte, D., Barros, L. A., & Nakamura, W. T. (2013). Determinants of the capital structure of small and medium sized Brazilian enterprises. *BAR - Brazilian Administration Review*, 10(3), 347–369. <https://doi.org/10.1590/S1807-76922013000300007>
- Gallina, A. S., & Araújo, M. da P. (2018). Assimetria de informação versus estrutura de capital: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e norte-americanas. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 37(4), 121–141. <https://doi.org/10.4025/ENFOQUE.V37I4.40255>
- Goddard, J., Tavakoli, M., & Wilson, J. O. S. (2006). Determinants of profitability in European manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model. *Applied Financial Economics*, 15(18), 1269–1282. <https://doi.org/10.1080/09603100500387139>

- Goergen, M. (2012). *International corporate governance* (1st ed.). Pearson.
- Gracia, J. L., & Mira, F. S. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 117–136. <https://doi.org/10.1007/S11187-007-9088-4/TABLES/11>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2010). *Essentials of econometrics* (4th ed.). McGraw-Hill.
- Gupta, J., Gregoriou, A., Gupta, J., & Gregoriou, A. (2018). Impact of market-based finance on SMEs failure. *Economic Modelling*, 69(C), 13–25. <https://doi.org/10.1016/J.ECONMOD.2017.09.004>
- Harash, E., Al-tamimi, K., & Al-Timimi, 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. <https://doi.org/10.17265/1537-1514/2014.04.005>
- Haron, N., Yahya, S., & Haron, H. (2014). Cash Flow information and small Enterprises' Performance. *International Journal of Organizational Innovation*, 7, 7–17.
- Hirdinis, M. (2019). Capital structure and firm size on firm value moderated by profitability. *International Journal of Economics and Business Administration*, 7(1), 174–191. <https://doi.org/10.35808/IJEBA/204>
- Hunjra, A. I., Chani, M., Javed, S., Naeem, S., Ijaz, M. S., Hunjra, A. I., Chani, M., Javed, S., Naeem, S., & Ijaz, M. S. (2014). Impact of Micro Economic Variables on Firms Performance. *MPRA Paper*.
- Ibarra, F. B. (2003). *Contabilidad de costes e analítica de gestão para as decisões estratégicas* (Bilbau: Deusto (ed.); 9th ed.). Universidad Santo Tomás - USTA.
- İltaş, Y., Ahi, K., Üniversitesi, E., Demirgüneş, K., & Makalesi, A. (2020). Asset Tangibility and Financial Performance: A Time Series Evidence. *Cilt*, 6(2), 345–364. <https://doi.org/10.31592/aeusbed.731079>
- İltaş, Y., & Demirgunes, K. (2020). Asset Tangibility and Financial Performance: A Time Series Evidence. *Ahi Evran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6(2), 345–364. <https://doi.org/10.31592/AEUSBED.731079>
- Irungu, A. M., Muturi, P. W., Nasieku, T., & No, I. (2018). Effect of Asset Tangibility on Financial Performance of Listed Firms in the Nairobi Securities Exchange. *Journal of Finance & Accounting*, 2(3), 55–74.

- Jahanzeb, A., Rehman, S.-U., Bajuri, N. H., Karami, M., & Ahmadimousaab, A. (2014). Teoria de Trade-Off, Teoria de Pecking Order e Market Timing Theory: Uma Revisão Abrangente de Teorias de Estrutura de Capital. *International Journal of Management and Commerce Innovations (IJMCI)*, 1(1), 11–18.
- Jensen, M., & Meckling, W. (2008). Teoria da empresa: Comportamento gerencial, custos de agência e estrutura de propriedade. *Journal of Financial Economics*, 48(2).
- Jovanovic, B. (1982). Selection and the Evolution of Industry. *Econometrica*, 50(3), 649–670.
- Kaya, H. D. (2017). The impact of the global crisis on entrepreneurial activity. *Journal of Applied Economic Sciences*, 12(8), 2179–2189.
- Kenourgios, D., Savvakis, G. A., & Papageorgiou, T. (2020). The capital structure dynamics of European listed SMEs. *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 32(6), 567–584.
- Kim, E. H. (1978). A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. *Journal of Finance*, 33(1), 45–63.
- Kiraci, K., & Aydin, N. (2018). Factors that determine the capital structure: An empirical study on low-cost airlines. *Scientific Annals of Economics and Business*, 65(3), 227–246. <https://doi.org/10.2478/SAEB-2018-0018>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A STATE-PREFERENCE MODEL OF OPTIMAL FINANCIAL LEVERAGE. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. <https://doi.org/10.1111/J.1540-6261.1973.TB01415.X>
- Kuncová, M., Hedija, V., & Fiala, R. (2016). Firm Size as a Determinant of Firm Performance: The Case of Swine Raising. *Agris On-Line Papers in Economics and Informatics*, 3(September), 77–89. <https://doi.org/10.7160/AOL.2016.080308>
- Lau, C., Schaede, U., Lau, C., & Schaede, U. (2020). Of substitutes and complements: trade credit versus bank loans in Japan, 1980–2012. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 55(1), 305–326. <https://doi.org/10.1007/S11156-019-00844-1>
- Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in International Business and Finance*, 42, 710–726. <https://doi.org/10.1016/J.RIBAF.2017.07.012>

- Lee, M. (2019). Does a firm's access to external finance matter for its performance? *Applied Economics Letters*, 27(9), 725–728.
<https://doi.org/10.1080/13504851.2019.1644434>
- Lee, N. (2014). What holds back high-growth firms? Evidence from UK SMEs. *Small Business Economics*, 43(1), 183–195. <https://doi.org/10.1007/S11187-013-9525-5>
- Levati, M. V., Qiu, J., & Mahagaonkar, P. (2012). Testing the Modigliani-Miller theorem directly in the lab. *Experimental Economics : A Journal of the Economic Science Association*, 15(4), 693–716.
- Li, K., Musah, M., Kong, Y., Adjei Mensah, I., Antwi, S. K., Bawuah, J., Donkor, M., Coffie, C. P. K., & Andrew Osei, A. (2020). Liquidity and Firms' Financial Performance Nexus: Panel Evidence From Non-Financial Firms Listed on the Ghana Stock Exchange. *SAGE Open*, 10(3). <https://doi.org/10.1177/2158244020950363>
- Lin, M. S., Song, H. J., Sharma, A., & Lee, S. (2020). Formal and informal SME financing in the restaurant industry: The impact of macroenvironment. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 45, 276–284.
<https://doi.org/10.1016/J.JHTM.2020.08.017>
- Lisboa, I. (2019). Capital Structure Choices and Exports: the Case of the Portuguese Mold Industry. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 13(4), 23–45.
<https://doi.org/10.14453/aabfj.v13i4.3>
- Loderer, C. F., & Waelchli, U. (2010). Firm Age and Performance. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.1342248>
- Lorino, P. (2003). *Méthodes et pratiques de la performance* (E. D'Organisation (ed.); 3^a).
- Lu, L., Peng, J., Wu, J., & Lu, Y. (2021). Perceived impact of the Covid-19 crisis on SMEs in different industry sectors: Evidence from Sichuan, China. *International Journal of Disaster Risk Reduction*, 55, 102085. <https://doi.org/10.1016/J.IJDRR.2021.102085>
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621–632.
<https://doi.org/10.1016/J.JBANKFIN.2009.08.023>
- Marques, L. D. (2000). *Modelos Dinâmicos com Dados em Paineis: revisão de literatura*.
- Martins, A., Pereira, E., & Tavares Da Silva, R. (2020). *Pilar de Competitividade*:

Financiamento, Endividamento e Investimento das Empresas 2020. Gabinete de Estratégias e Estudos.

- Matias, F., & 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(C), 19–33.
<https://doi.org/10.1016/J.RIBAF.2016.09.014>
- Matias, M. N., Serrasqueiro, Z., & 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.
<https://doi.org/10.5251/ajsms.2010.1.2.102.123>
- McMahon, R., Holmes, S., Hutchinson, P., & Forsaith, D. (1993). *Small Enterprise Financial Management : Theory and Practice*. Harcourt Brace.
- Mendonça, M. J. P. C. (2018). *Impacto da gestão financeira de curto prazo na performance operacional*. ISCAL.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment on JSTOR. *The American Economic Review*, 48, 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *Source: The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Mohanty, B., & Mehrotra, S. (2018). Relationship between Liquidity and Profitability: An Exploratory Study of SMEs in India: <https://doi.org/10.1177/2394901518795069>, 4(2), 169–181. <https://doi.org/10.1177/2394901518795069>
- Murniati, S., Abdul, H., Mus, R., Semmaila, H. B., Nur, H. A. N., Wira, S., & Makassar, B. (2019). Effect of Investment Decisions, Financing Decisions and Dividend Policy on Profitability and Value of The Firm. *International Journal of Accounting & Finance in Asia Pasific (IJAFAP)*, 2(1). <https://doi.org/10.32535/IJAFAP.V2I1.359>
- Musah, M. (2019). The Relationship between Liquidity and the Financial Performance of Non- Financial Firms Listed on the Ghana Stock Exchange (GSE). *International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences*, April.
- Musah, M., & Agyemang, A. (2019). The Nexus between Asset Tangibility and Firms' Financial Performance: A Panel Study of Non-Financial Firms Listed on the Ghana Stock Exchange (GSE). *European Academic Research*, 7(1).

- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592. <https://doi.org/10.1111/J.1540-6261.1984.TB03646.X>
- Myers, S. C. (1998). Vanderbilt university roundtable on the capital structure puzzle. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11, 8–24. <https://doi.org/10.1111/J.1745-6622.1998.TB00073.X>
- Myers, S. C. (2003). Financing of corporations. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, Part 1, 215–253.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Myers, S. C., & Robichek, A. A. (1965). *Optimal financing decisions* (N. J. P.-H. Englewood Cliffs (ed.); 2nd ed.).
- Nguyen, H. T., & Nguyen, A. H. (2020). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(4), 97–105. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2020.VOL7.NO4.97>
- Nguyen, H. X. (2022). The Effect of COVID-19 Pandemic on Financial Performance of Firms: Empirical Evidence from Vietnamese Logistics Enterprises. *Journal of Asian Finance*, 9(2), 183. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2022.vol9.no2.0177>
- Notta, O., & Vlachvei, A. (2014). The Impact of Financial Crisis on Firm Performance in Case of Greek Food Manufacturing Firms. *Procedia Economics and Finance*, 14, 454–460. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00734-5](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00734-5)
- Nunes, Paulo Maças, & Serrasqueiro, Z. (2012). Are young SMEs' survival determinants different? Empirical evidence using panel data. *Applied Economics Letters*, 19(9), 849–855. <https://doi.org/10.1080/13504851.2011.607112>
- Nunes, Paulo Maças, & Serrasqueiro, Z. (2015). Profitability determinants of Portuguese knowledge-intensive business services: empirical evidence using panel data models. *Applied Economics Letters*, 22(1), 51–56. <https://doi.org/10.1080/13504851.2014.925041>
- Nunes, Paulo Maças, Serrasqueiro, Z. S., & Leitão, J. (2010). Are there nonlinear relationships between the profitability of Portuguese service SME and its specific determinants? *Service Industries Journal*, 30(8), 1313–1341.

<https://doi.org/10.1080/02642060802398853>

Nunes, Paulo Maçãs, Viveiros, A., & 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.

<https://doi.org/10.3846/16111699.2011.620148>

OCDE. (2020). *Construindo uma recuperação resiliente. Como podemos sair mais fortes da pandemia da COVID-19*. OECD Better Policies for Better Lives.

Owalla, B., Gherhes, C., Vorley, T., & Brooks, C. (2022). Mapping SME productivity research: a systematic review of empirical evidence and future research agenda. *Small Business Economics*, 58(3), 1285–1307. <https://doi.org/10.1007/S11187-021-00450-3>

Pamplona, E., Dal Magro, C. B., & Silva, T. P. da. (2017). Estrutura de capital e desempenho económico de empresas familiares do Brasil e de Portugal. *Revista de Gestão Dos Países de Língua Portuguesa*, 16(2), 38.

<https://doi.org/10.12660/RGPLP.V16N2.2017.78381>

Pantea, M., Gligor, D., & Anis, C. (2014). Economic Determinants of Romanian Firms' Financial Performance. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 124, 272–281.

<https://doi.org/10.1016/J.SBSPRO.2014.02.486>

Pervan, M., Pervan, I., & Ćurak, M. (2019). Determinants of firm profitability in the Croatian manufacturing industry: evidence from dynamic panel analysis. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 32(1), 968–981.

<https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1583587>

PME. (2008, March 17). *PME Portugal - Financiamento*. PME NA HORA Conhecimento Financeiro.

Popa, A.-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). <https://doi.org/10.6007/IJAREMS/V3-I4/1117>

Pouraghajan, A., Malekian, E., Emamgholipour, M., Lotfollahpour, V., Bagheri, M., & Branch, B. (2012). The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *International Journal of Business and Commerce*, 1(9), 166–181.

- Psillaki, M., & Daskalakis, N. (2009). Are the Determinants of Capital Structure Country or Firm Specific? Evidence from SMEs. *Small Business Economics*, 33(3), 319–333. <https://doi.org/10.1111/J.1540-6261.1982.TB01104.X>
- Rababah, A., Al-Haddad, L., Sial, M. S., Chunmei, Z., & Cherian, J. (2020). Analyzing the effects of COVID-19 pandemic on the financial performance of Chinese listed companies. *Journal of Public Affairs*, 20(4). <https://doi.org/10.1002/PA.2440>
- Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71(C), 148–160. <https://doi.org/10.1016/J.QREF.2018.07.001>
- Robson, P. J. A., & Bennett, R. (2000). SME Growth: The Relationship with Business Advice and External Collaboration. *Small Business Economics*, 15(3), 193–208.
- Rocha, F. D. (2014). *Determinants of capital structure and the level of indebtedness in publicly traded companies: a comparative study between Argentina, Brazil and the United States*. UFMG.
- Rocha, R. (2008). *A decisão de financiamento empresarial: Aspectos a ponderar*. Universidade Jean Piaget de Cabo Verde.
- Roodman, D. (2009). How to do Xtabond2: An Introduction to Difference and System GMM in Stata: <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>, 9(1), 86–136. <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 156–166. <https://doi.org/10.1016/J.SBSPRO.2012.11.105>
- Salvado, C. A. E. (2018). *Relacionamento entre o financiamento externo e a performance financeira*. Universidade da Beira Interior.
- Scott, J. H. (1977). Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*, 32(1), 1–19. <https://doi.org/10.2307/2326898>
- Serrasqueiro, Zélia. (2003). Influência dos proprietários e/ou gestores nas decisões de financiamento das PME. *Gestión Científica Empresarial: Temas de Investigación Actuales*, 335–348.

- Serrasqueiro, Zélia, Armada, M., & Nunes, P. (2011). Pecking Order Theory versus Trade-Off Theory: are service SMEs' capital structure decisions different? *Service Business*, 5(4), 381–409. <https://doi.org/10.1007/S11628-011-0119-5>
- Serrasqueiro, Zélia, & 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. <https://doi.org/10.3846/16111699.2012.744344>
- Serrasqueiro, Zélia, & Maças Nunes, P. (2008). Performance and size: Empirical evidence from Portuguese SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 195–217. <https://doi.org/10.1007/S11187-007-9092-8/TABLES/12>
- Serrasqueiro, Zélia, Nunes, P. M., & da Silva, J. V. (2016). The Influence of Age and Size on Family-Owned Firms' Financing Decisions: Empirical Evidence Using Panel Data. *Undefined*, 49(6), 723–745. <https://doi.org/10.1016/J.LRP.2015.12.012>
- Sheikh, M. J., Wajid, S. A., Iqbal, W., & Masood, M. T. (2012). Pecking at Pecking Order Theory: Evidence from Pakistan's Non-financial Sector. *Journal of Competitiveness*, 4(4), 86–95. <https://doi.org/10.7441/JOC.2012.04.06>
- Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z., & Chen, Y. (2020). The Impact of the COVID-19 Pandemic on Firm Performance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2213–2230. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1785863>
- Silva Brito, G. A., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 9–19.
- Simões, J. S., & Silva, J. V. da. (2003). Identificação de factores determinantes do financiamento das empresas portuguesas. *Estudos de Gestão*, VIII(2), 145–172. <https://www.repository.utl.pt/handle/10400.5/9965>
- Sun, H., Cen, L., & Jiang, N. (2013). Our Empirical Study of bank loans accessibility influence factors for SMEs. *International Conference on Advanced Information and Communication Technology for Education, Icaicte*, 118–121. <https://doi.org/10.2991/icaicte.2013.22>
- Tang, Y., & Moro, A. (2020). Trade credit in China: Exploring the link between short term debt and payables. *Pacific-Basin Finance Journal*, 59(C).

<https://doi.org/10.1016/J.PACFIN.2019.101240>

- Tavares, F. O., Pacheco, L., & Almeida, E. F. (2015). Financiamento das pequenas e médias empresas: análise das empresas do distrito do Porto em Portugal. *Revista de Administração*, 50(2), 254–267. <https://doi.org/10.5700/RAUSP1198>
- Tong, Y., & Serrasqueiro, Z. (2020). A study on the influence of financial factors on the growth of small and medium-sized enterprises in Portuguese high technology and medium-high technology sectors. *Business and Economics*. <https://doi.org/10.37394/23207.2020.17.68>
- Tucker, H. (2020). Coronavirus Bankruptcy Tracker: These Major Companies Are Failing Amid The Shutdown. *Forbes*.
- Vanacker, T. R., & Manigart, S. (2010). Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing. *Small Business Economics*, 35(1), 53–69. <https://doi.org/10.1007/S11187-008-9150-X>
- Vo, X. V., & Ellis, C. (2017). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*, 22(C), 90–94. <https://doi.org/10.1016/J.FRL.2016.10.014>
- Wagenvoort, R. (2003). Are finance constraints hindering the growth of SMEs in Europe? *European Investment Bank (EIB)*, 8(2), 23–50.
- Westerlund, A. (2020). *Capital structure and firm performance - Evidence from European listed firms*. Hanken School of Economics.
- Xia, C., Chan, K. C., Cao, C., & Tan, Y. (2021). Generalized trust, personalized trust, and dynamics of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 68. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2021.101640>
- Yang, C. H., & Tsou, M. W. (2020). Globalization and firm growth: does ownership matter? *Small Business Economics*, 55(4), 1019–1037. <https://doi.org/10.1007/S11187-019-00170-9>
- Zago, C., & Mello, G. R. (2015). A influencia da liquidez na rentabilidade das empresas listadas no índice bovespa. *Revista de Contabilidade*, 7(2).
- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2014). Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.2496174>

Zubair, S., Kabir, R., & Huang, X. (2020). Does the financial crisis change the effect of financing on investment? Evidence from private SMEs. *Journal of Business Research*, 110, 456–463. <https://doi.org/10.1016/J.JBUSRES.2020.01.063>

Apêndice

Tabela 6: Resumo dos Principais determinantes usados em estudos empíricos

	Data	Método	dependente	E	T	I	C	L	Tg	Rd	Rs	Exc	BF	Imp	FC	D	Inv	CT	Conc	IC	Inf	CE	I&D		
Abdullah & Tursoy (2021)	1993-2016	GMM	Perf. ROA	+	-		+																		
			Endividamento			-		+	+																
			Preço do stock	-	+		+																		
Westerlund (2020)	2000-2018	OLS	Perf.	+	+/-		+					-													
			Endividamento			+/-					+				+										
Hirdinis (2019)	2011-2015	OLS	Lucratividade	+	+																				
			Valor da empresa	+	+							+													
Pervan et al. (2019)	2006-2015	GMM	Perf. ROA			+/-		+/-										-	+/-	+/-	+/-	+/i			
Le & Phan (2017)	2007-2012	GMM	Perf. (ROA, ROE, Q-Tobin)	+/-			+	+		+	-				+/-	+	+								
Nunes & Serrasqueiro (2015)	2002-2009	GMM; LSDVC	Perf. ROA	+	+	+		+			-												+		
Zeitun & Tian (2014)	1989-2003	GMM	Perf. (ROA, Tobin's Q, MBVR, MBVE)	-	+		+		+		+							+							
Hunjra et al. (2014)	2002-2012	OLS	Perf. ROA	+	+	+	+																		
			Perf. ROE	-	+	+	+																		
(Salim & Yadav, 2012)	1995-2011	OLS	Perf. ROA, ROE	-	+		+																		
			Perf. Q-Tobin	+	+		+																		
Serrasqueiro & Nunes (2008)	1999-2003	GMM; LSDVC	Perf. ROA	-	+			+	-		-														

Nota: E- Endividamento; T- Tamanho; I- Idade; C- Crescimento; L- Liquidez; Tg- Tangibilidade; Rd- Rendibilidade; Rs- Risco; Exc- Exclusividade; Bf- Benefícios Fiscais; Imp- Imposto; FC- Fluxo de Caixa; D- Dividendo; Inv- Investimento; Ct- Custo de trabalho; Conc- Concentração; IC- intensidade de capital; Inf- Inflação; CE- Crescimento económico; P&D- Pesquisa e Desenvolvimento