



UNIVERSIDADE D
COIMBRA

Pedro Jorge de Almeida e Silva

CRÉDITO COMERCIAL NAS PMES
PORTUGUESAS

ANÁLISE DAS DETERMINANTES E DINÂMICAS DE
FINANCIAMENTO NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA

Dissertação no âmbito do Mestrado em Economia, especialização
em Economia Industrial, orientada pelo Professor Doutor Carlos
Manuel Gonçalves Carreira e apresentada à Faculdade de
Economia da Universidade de Coimbra

Fevereiro de 2022

FACULDADE DE ECONOMIA
DA UNIVERSIDADE DE COIMBRA

CRÉDITO COMERCIAL NAS PMEs PORTUGUESAS

ANÁLISE DAS DETERMINANTES E DINÂMICAS DE
FINANCIAMENTO NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA

Pedro Jorge de Almeida e Silva

Dissertação no âmbito do Mestrado em Economia, especialização em
Economia Industrial, orientada pelo Professor Doutor Carlos Manuel
Gonçalves Carreira e apresentada à Faculdade de Economia da
Universidade de Coimbra para obtenção do grau de Mestre

Fevereiro de 2022



UNIVERSIDADE D
COIMBRA

AGRADECIMENTOS

Para o sucesso na realização deste projeto, gostaria de começar por agradecer ao Professor Doutor Carlos Carreira, por todo o seu apoio, disponibilidade e motivação.

Não poderia deixar de agradecer aos meus pais, pela força e apoio incondicional que sempre me transmitiram, em todos os momentos, sempre me orientando para ser a melhor versão possível de mim próprio.

Um agradecimento especial à minha esposa, a principal motivadora para eu retomar e concluir este projeto, e ao nosso filhote, a ambos, por tudo o que se pode agradecer a quem está ao nosso lado por inteiro, pelo carinho, energia e a motivação que me transmitem para avançar e enfrentar novos desafios.

Muito obrigado.

RESUMO

Este estudo apresenta a análise das determinantes do crédito comercial concedido e recebido num painel de 3.567 PME's da indústria transformadora em Portugal no período de 2010-2018. Os resultados apresentam-se maioritariamente consistentes com a teoria económica. Empresas de maior dimensão, com maior reputação e com mais instrumentos de financiamento à sua disposição, concedem mais crédito comercial aos seus clientes e, por outro lado, dependem menos do crédito dos seus fornecedores. Igual padrão acontece relativamente a empresas com maior capacidade de gerar fundos internamente. Empresas que apresentam maior crescimento do seu volume de negócios concedem menos crédito aos seus clientes, no entanto, quando enfrentam contração no seu volume de negócios tendem a tornar-se mais flexíveis e oferecer mais crédito comercial, como forma de alavancar o desenvolvimento do negócio e moderar a quebra de receitas decorrentes de uma maior quebra no volume de negócios, utilizando o crédito comercial como mecanismo de marketing e atuando como mecanismo de discriminação de preços. Situação idêntica acontece relativamente à existência de margens brutas negativas, levando ao aumento do crédito comercial concedido, com o mesmo propósito. No que se refere ao relacionamento entre crédito bancário e o crédito comercial, os mesmos aparentam ser complementares, com as empresas a aumentarem o recurso ao crédito de fornecedores face à maior utilização de crédito bancário, potencialmente por terem já utilizado a maior parte das linhas de crédito à sua disposição. É, assim, possível identificar um efeito de substituição do crédito comercial quando existem fontes alternativas de financiamento disponíveis (externas ou geradas internamente).

Palavras-chave: Crédito Comercial; PME's; Finanças; Financiamento; Políticas Comerciais

ABSTRACT

This study presents the analysis of the determinants of the trade credit granted and received by a panel of 3.567 manufacturing sectors' SMEs in Portugal during the period 2010-2018. The results are consistent with economic theory reviewed. Larger companies, with greater reputation and with more financing instruments available, grant more trade credit to their customers and, on the other hand, depend less on the credit from their suppliers. The same pattern applies to firms with greater ability to generate internal resources. Companies that show higher growth in their turnover grant less credit to their customers, however, when they face a declining turnover, firms react by becoming more flexible and offering more trade credit to their customers, used to stimulate sales to stem the fall in their level of operations, using trade credit as a marketing mechanism and acting as a price discrimination mechanism. A similar situation occurs when firms face negative gross margins, leading to an increase in trade credit granted to customers, with the same purpose of gearing up sales. Regarding the relationship between bank credit and trade credit, they appear to be complementary, as firms does not reduce their utilization of supplier credit along with a greater use of bank credit, potentially because they have already exhausted the available credit lines credit at their disposal. Thus, so it was possible to identify a trade credit substitution effect when alternative sources of financing are available (external or internally generated).

Keywords: Trade Credit; SMEs; Finance; Financing; Commercial policies

LISTA DE QUADROS E FIGURAS

Quadro 1 - Valores médios de contas a receber e contas a pagar na amostra.....	14
Quadro 2 - Empresas e crédito comercial por dimensão.....	15
Quadro 3 - Crédito comercial concedido e recebido por idade da empresa.....	15
Quadro 4 - Comparação valores médios da amostra total e da seleção.....	15
Quadro 5 - Contas a receber e a pagar por setor de atividade.....	16
Quadro 6 - Valores médios das variáveis em análise.....	17
Quadro 7 - Determinantes das Contas a Receber (Modelo 1).....	18
Quadro 8 - Determinantes das Contas a Pagar (Modelo 2).....	20
Figura 1 - Evolução do crédito comercial concedido e recebido na amostra.....	14
Figura 2 - Contas a receber por setor de atividade.....	16
Figura 3 - Contas a pagar por setor de atividade.....	17

SUMÁRIO

Lista de Quadros e Figuras.....	iii
1. Introdução	1
2. Revisão da literatura.....	4
3. Metodologia	11
4. Resultados	14
5. Conclusões	23
Referências	25

1. INTRODUÇÃO

A problemática do financiamento das empresas é fundamental para o desenvolvimento da atividade económica sendo, no caso das pequenas e médias empresas (PME) particularmente crítico, pois da capacidade de financiar as operações depende a sua viabilidade, sobrevivência e sucesso. O financiamento é uma questão fulcral no desenvolvimento da atividade de todas as empresas, quer no que toca ao financiamento de curto prazo, que implica a gestão de tesouraria e da atividade recorrente, quer no que se refere ao financiamento de longo prazo que visa suportar investimentos e permitir o crescimento das mesmas. A gestão e o planeamento de tesouraria visam garantir a manutenção de níveis apropriados de liquidez nas empresas, permitindo o correto e eficiente desenvolvimento do seu negócio, incluindo o cumprimento das obrigações e compromissos correntes e, por outro lado, o investimento. Os problemas de tesouraria são um risco potencial que paira sobre a viabilidade de um negócio, já que mesmo empresas com bons níveis de rentabilidade poderão deparar-se com dificuldades de tesouraria e liquidez, em especial em fases de abrandamento económico que, à redução nos volumes de negócios, normalmente trazem consigo também o alargamento dos prazos de recebimento e pagamento, mas também, tendem a coincidir com períodos de maior condicionamento no acesso ao crédito financeiro, já que as instituições financeiras se vêm obrigadas a restringir os níveis de crédito concedido às empresas.

No financiamento às empresas, a compreensão sobre a sua estrutura de capital reflete os fatores mais agregados desta questão, demonstrando o conjunto de origens/fontes de fundos que financiam as operações das empresas. As principais fontes de capital serão o Capital Próprio, a Dívida Financeira (crédito bancário), a capacidade interna da empresa em gerar fundos, e as contas de fornecedores. No que se refere a fundos de origem externa, o financiamento bancário assume especial relevância, no entanto, o acesso a estes é limitado por diversos fatores económico-financeiros e sujeitos à análise de risco por parte dos bancos, também eles obrigados a cumprir regras cada vez mais restritivas na concessão de crédito. Por outro lado, o crédito comercial é um pilar do financiamento das empresas, mais relevante nas PMEs que, por norma, têm menos opções de financiamento disponíveis. Essa falta de opções poderá advir da escassez de capitais próprios, disponibilidade dos seus investidores e dificuldades no acesso a financiamento bancário. Segundo a Organização Mundial do

Comércio¹, aproximadamente 80% do comércio mundial estará dependente do crédito comercial, oferecido por fornecedores aos seus clientes. Desta forma, torna-se pertinente analisar as dinâmicas pelas quais as empresas utilizam este recurso de crédito que, embora menos formal, se trata de uma fonte de financiamento importante e mais crítica em períodos de racionamento na oferta de crédito bancário.

Embora esta temática não se encontre profundamente estudada, são diversos os estudos que têm procurado melhor entender as dinâmicas de disponibilização de crédito entre empresas que não sendo intermediários financeiros especializados acabam por desempenhar o papel de intermediação e de cedência de liquidez aos seus clientes, tirando partido do melhor conhecimento da sua atividade, situação financeira e, entre outros aspetos, das relações comerciais e reputação estabelecida no mercado.

Desta forma, o objetivo deste estudo é aprofundar o conhecimento sobre as dinâmicas de concessão de crédito entre empresas, identificando e classificando as características das empresas que mais recorrem a esta fonte de financiamento da sua atividade, e quais as empresas que demonstram mais capacidade em oferecer crédito comercial aos seus clientes, clarificando a dinâmica de recurso a fontes de financiamento entre crédito financeiro e crédito comercial nas pequenas e médias empresas industriais portuguesas, e de que forma estes serão complementares ou substitutos.

O âmbito do estudo foca-se sobre uma amostra de empresas portuguesas da indústria transformadora, de pequena e média dimensão, para o período de 2010 a 2018, por estas terem características decorrentes do processo produtivo que obriga à existência de um maior nível de ativos fixos, o que representa uma barreira à entrada e, por sua vez, está relacionado com um maior investimento. Estas empresas, por norma, tenderão a permanecer no mercado por períodos mais longos de tempo.

A escolha deste tema decorre do meu interesse particular e experiência profissional na área de consultoria e gestão financeira, com especial foco no planeamento financeiro e gestão de tesouraria. Neste sentido, as problemáticas do financiamento do *working capital*/curto prazo/liquidez das empresas é um interesse particular, e como “*cash is king*”, acredito que a melhor compreensão sobre os problemas liquidez e acesso a financiamento, em especial para PME's é um fator crítico de competitividade e resiliência, melhor preparando as empresas o planeamento e desenvolvimento da sua atividade, de forma a enfrentar os desafios do mercado e dos ciclos económicos. A problemática que proponho estudar, além do seu grande

¹ https://www.wto.org/english/thewto_e/coher_e/tr_finance_e.htm, consultado em 22/02/2022

peso, reveste-se de diversas oportunidades de investigação de forma a melhor compreender as políticas empresariais subjacentes às decisões sobre crédito comercial, o recurso ao crédito financeiro e de que forma estes recursos são substitutos e/ou complementares.

Este estudo encontra-se dividido em cinco capítulos, iniciando-se por este breve enquadramento da temática a ser abordada. No segundo capítulo, apresenta-se uma revisão da literatura relacionada, com referência aos principais autores e estudos que permitem enquadrar o desenvolvimento teórico e metodológico relacionado com as dinâmicas e características do crédito comercial. Conclui-se este capítulo com a apresentação das hipóteses a testar. No terceiro capítulo, apresenta-se a metodologia utilizada no decorrer da investigação empírica, incluindo a apresentação dos dados e da amostra selecionada, bem como as especificações das variáveis. O quarto capítulo procede à análise empírica do estudo, análise estatística descritiva e econométrica, cujos resultados serão apresentados e discutidos no capítulo quinto, que consistirá da conclusão e discussão dos resultados obtidos, bem como de sugestões para o desenvolvimento de projetos de investigação futuros sobre esta temática.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Diversos trabalhos têm explorado a problemática das dinâmicas empresariais relativamente ao recurso e disponibilização de Crédito Comercial.

O crédito comercial pode ser definido como “o fornecimento de crédito pelas empresas aos compradores dos seus produtos” (Brennan et al., 1988). Segundo García-Teruel e Martínez-Solano (2010) este ocorre quando existe um diferimento entre a entrega de bens ou prestação de um serviço pelo fornecedor (vendedor) e o seu pagamento por parte do cliente (comprador). Este diferimento representa um investimento em recebíveis por parte do vendedor, que não fornece apenas matérias-primas, mas também oferece grandes quantidades de crédito aos seus clientes, como forma de promover a sua própria atividade (Burkart e Ellingsen, 2004), bem como disponibilização de uma fonte alternativa de financiamento para o comprador, reduzindo assim o papel das instituições de crédito na concessão de financiamento.

No estudo de Van Der Wijst e Hols (2002) sobre o crédito comercial numa amostra de empresas europeias, incluindo Portugal, conclui que este representa em média 20% a 25% do passivo total das empresas, sendo que o valor oscila entre os 5% e os 80%, concluindo também que empresas de maior dimensão concedem, em geral, mais crédito comercial aos seus clientes.

A literatura sugere que a dimensão das empresas é um fator relevante na determinação da disponibilidade de crédito bancário. Segundo Van Der Wijst e Hols (2002), as PME possuem um maior racionamento de crédito, pela sua maior dificuldade no acesso ao financiamento bancário resultante, de um modo geral, da sua menor liquidez, o que se traduz em menores garantias para os bancos e maior volatilidade do que a apresentada pelas grandes empresas. Para as empresas com racionamento no acesso ao financiamento bancário, o recurso ao crédito comercial torna-se uma fonte de financiamento alternativa e substituta do crédito bancário (Schwartz, 1974), permitindo à empresa compradora continuar o desenvolvimento da sua atividade económica. Desta forma, as empresas com maior capacidade de financiamento (maior facilidade no acesso aos mercados de capitais) concederão crédito comercial aos seus clientes com dificuldades ou maiores restrições de acesso às fontes de financiamento tradicionais.

A oferta de crédito bancário é mais rígida e encontra-se sujeita a um escrutínio mais rigoroso. Segundo Burkart e Ellingsen (2004), quando o crédito comercial é mais barato do que o crédito bancário, os fornecedores estão disponíveis para aumentar o crédito comercial. Por

outro lado, quando o crédito comercial é mais caro do que o crédito bancário, os bancos não estão disponíveis para conceder mais crédito, referindo que os “fornecedores oferecem crédito de forma mais liberal do que os bancos” e que, em mercados competitivos, crédito bancário e crédito comercial poderão ser complementares ou substitutos (Burkart e Ellingsen, 2004).

Muitas empresas perdem repetidamente as vantagens concedidas pelos seus fornecedores como os descontos de pagamentos antecipados, por não terem liquidez suficiente para efetuar os pagamentos dentro do prazo estipulado com direito a esse desconto, acabando por suportar custos equivalentes a taxas de juro anuais superiores a 40%, de acordo com Burkart e Ellingsen (2004) e Petersen e Rajan (1997). Frequentemente, os compradores estão dispostos a recorrer ao crédito comercial, mesmo que este apresente custos superiores aos do crédito bancário, pois a facilidade de acesso é uma vantagem em relação a outras fontes de financiamento, podendo até ser a única fonte de financiamento disponível ou por terem esgotado a utilização das linhas de crédito disponíveis.

Desta forma, os vendedores oferecem aos seus clientes, pela disponibilização de crédito comercial, uma almofada financeira através da qual as empresas com mais recursos ou com maior capacidade de aceder a eles, apoiam as empresas com menos recursos, fornecendo facilidades que ajudam a ultrapassar os problemas de liquidez. Muitas empresas oferecem crédito comercial aos seus clientes apesar de terem, ainda assim, de recorrer a outras fontes de financiamento para financiar as suas operações. As empresas recebem e oferecem crédito comercial simultaneamente porque as contas a receber podem ser utilizadas como colateral para obter crédito bancário. Quando uma fatura é dada como garantia torna-se automaticamente ilíquida. É essa falta de liquidez dos recebíveis colateralizados e não a falta de liquidez das matérias-primas, que interessa para a capacidade da empresa em garantir a extensão de crédito comercial. Por outro lado, os bancos não estão disponíveis para financiar contra o valor total dos recebíveis, emprestando 80% ou menos desse valor. Se as empresas pudessem contrair empréstimos contra os seus recebíveis na sua totalidade, teriam a tentação de financiar os seus clientes além do razoável. Para evitar a concessão de crédito imprudente por parte dos fornecedores aos seus clientes, os bancos têm de limitar o valor que emprestam contra a recebíveis. (Burkart e Ellingsen, 2004)

Neste seguimento, Biais e Gollier (1997) defendem que o recurso ao crédito comercial é um meio que permite ajudar as empresas a obter financiamento bancário, uma vez que “esta fonte de financiamento gera informações sobre a qualidade de crédito das empresas recetoras de crédito comercial e essas informações podem ser úteis às instituições financeiras”.

O estudo de García-Teruel e Martínez-Solano (2010) sobre uma amostra de PME europeias, conclui que as empresas com maior facilidade/capacidade de obtenção de crédito bancário nos mercados de capitais são as que mais concedem crédito aos seus clientes.

A questão sobre por que na presença de intermediários financeiros especializados, o comércio de bens está envolvido em transações a crédito, fornecido por agentes não especializados, poderá ser explicada através da existência de uma vantagem de monitorização das operações por parte dos fornecedores em relação aos bancos. Os fornecedores, sendo intervenientes na transação, obtêm automaticamente informação sobre os clientes/devedores, à qual os bancos apenas conseguem incorrendo em custos de monitorização. O valor da monitorização do comércio de matérias-primas e vantagem do crédito comercial enquanto fonte de financiamento, resulta de uma diferença fundamental na natureza dos bens “dinheiro” e “matéria-prima”: o dinheiro é facilmente desviado para diferentes usos. A possibilidade de desvio de um recurso é descrita como possibilidade de aplicação dos recursos em utilizações que não maximizam o retorno do devedor. Grande parte das matérias-primas não são tão facilmente desviáveis e, desta forma, menos líquidos. A falta de liquidez dos inputs facilita a existência do crédito comercial. (Burkart e Ellingsen, 2004)

Schwartz (1974) encontrou evidência que as empresas “podem ter vantagens sobre as instituições financeiras ao concederem crédito comercial aos seus clientes”. As empresas não financeiras têm como vantagem comparativa sobre as instituições financeiras o melhor conhecimento sobre o verdadeiro valor dos seus clientes, a sua atividade, a forma como gerem o seu negócio, e terem uma maior facilidade de acesso à informação, sendo esses fatores que permitem que vendedores concedam crédito comercial a alguns dos seus clientes. Havendo, desta forma, um maior controlo por parte dos vendedores o que lhes confere um maior nível de segurança na liquidação de créditos ou do colateral. Este melhor conhecimento, resultante das relações comerciais estabelecidas, por vezes, de longo prazo, permite uma diminuição da assimetria de informação entre fornecedores e clientes, nomeadamente através do melhor conhecimento da situação financeira dos seus clientes. Por outro lado, a relação comercial estabelecida permite aos fornecedores controlar as ações dos seus clientes, estando estes dependentes do fornecimento de matérias-primas, o que representa igualmente uma garantia da dívida, podendo o fornecedor, em caso de incumprimento, recuperá-las e vendê-las a outro cliente (Ferris, 1981).

Desta forma, Schartz (1974) e Ferris (1981) consolidaram teorias defendendo a vantagem, para os fornecedores, gerada pela concessão de crédito comercial no controlo e gestão dos seus clientes, bem como na segurança dos seus fornecimentos/créditos concedidos.

O crédito comercial pode ser igualmente utilizado como prática legal de discriminação de preços (García-Teruel e Martínez-Solano, 2010), quando as empresas concedem descontos de pronto pagamento para determinados clientes. Segundo Petersen e Rajan (1997), a principal razão para a discriminação de preços prende-se com o interesse dos fornecedores na sobrevivência dos seus clientes no longo prazo, sendo essa razão mais relevante se o fornecedor não tiver potenciais clientes substitutos. Dessa forma, a decisão de conceder crédito comercial aos seus clientes vai depender, não apenas da margem obtida nas vendas atuais, mas também tendo em consideração o lucro potencial que poderá obter nas vendas futuras.

As empresas que apresentam margens de exploração mais elevadas têm maior capacidade de conceder crédito comercial, pois a margem resultante da venda permite ao fornecedor financiar os seus clientes a um custo inferior ao oferecido pelas instituições bancárias. Ao concederem crédito a clientes com restrições no acesso a outras fontes de financiamento, as empresas vão manter os seus clientes no longo prazo, beneficiando com essa relação comercial (Petersen e Rajan, 1997).

O crédito comercial possibilita ainda a redução dos custos de transação suportados pela empresa quando se pagam as compras a pronto pagamento (Ferris, 1981), sendo assim considerado como um instrumento de política comercial que contribui para uma melhor gestão dos inventários e tesouraria, com especial relevância quando nos referimos a bens de alta sazonalidade ou mercados de procura bastante incerta. Nilsen (2002) e Rodríguez-Rodríguez (2008) concluem que as empresas podem reduzir os custos de transação com a concessão de financiamento aos seus clientes através do adiamento do prazo de pagamento das dívidas, verificando que os motivos de transação são significativos para a concessão de crédito comercial. Ao diferir a troca de mercadorias das operações de pagamento, o crédito comercial permite reduzir os custos de transação, assim como garante que os pagamentos das contas sejam realizados periodicamente. Vários estudos referem a diminuição dos custos de transação como um fator determinante da dinâmica de concessão ou recebimento de crédito comercial.

A concessão de crédito comercial funciona também como forma de as empresas demonstrarem a qualidade dos seus produtos. Long et al. (1993) concluiu que as empresas de menor dimensão, normalmente mais jovens e com menor reputação no mercado, tendem

a conceder mais crédito comercial do que as grandes empresas, já que têm uma maior necessidade de estabelecer a sua reputação sobre a qualidade dos produtos. Segundo Cheng e Pike (2003), as empresas concedem mais crédito comercial quando a qualidade dos produtos é difícil de avaliar, permitindo desta forma aos clientes verificar a sua qualidade antes de efetuarem o respetivo pagamento e, assim, reforçar a imagem da empresa no mercado. A perspectiva do crédito comercial concedido com o propósito da qualidade do produto não é aplicável a todos os produtos, mas apenas aos produtos dos quais a qualidade não é conhecida no momento da compra, como é o caso de novos produtos no mercado ou das vendas a novos clientes. Por outro lado, nas situações de venda de produtos cuja qualidade é conhecida no momento da compra ou cuja venda é frequente, a concessão de crédito comercial será menor.

Numa perspectiva macroeconómica, a análise dos impactos do ciclo económico e da política monetária afeta o crédito comercial concedido e recebido pelas empresas, com impactos sobre o seu volume e condições (Meltzer, 1960). Nos períodos de restrição no acesso ao crédito bancário, o volume de crédito comercial concedido aumenta, com os clientes a recorrerem mais ao crédito dos seus fornecedores, através do alargamento dos prazos de pagamento e tendo um efeito de substituição relativamente ao crédito bancário, que diminui. Nos períodos de crescimento e expansão monetária, as empresas acumulam os seus lucros em forma de liquidez, ganhando a capacidade de oferecer crédito comercial aos seus clientes nos momentos de abrandamento económico, com o respetivo condicionamento no acesso ao crédito bancário. Desta forma, o crédito comercial desempenha um papel de estabilização que permite atenuar, embora com alcance limitado, os efeitos do ciclo económico (Nilsen, 2002).

O crédito comercial apresenta-se igualmente como um meio de intermediação financeira entre os vendedores e compradores, em que as empresas vendedoras com maior facilidade de acesso aos mercados de crédito atuam como intermediários financeiros, financiando os seus clientes através do diferimento do pagamento das dívidas.

Desta revisão da literatura, resultam as seguintes hipóteses a testar, que se pretendem esclarecer na análise empírica:

Hipótese 1: *As empresas com maior capacidade de geração interna de recursos recorrem menos ao crédito comercial que empresas com menor desempenho financeiro.*

Com a primeira hipótese pretende-se clarificar a relação entre rendibilidade das empresas / desempenho económico, enquanto demonstrador da capacidade de gerar fundos internamente, e o recurso ao crédito comercial. Para empresas com melhor desempenho financeiro supõe-se a menor necessidade de recorrer ao crédito comercial, pois terão à sua disposição outras formas de financiamento como o crédito bancário que é, por norma mais barato, bem como, fruto da capacidade de gerar resultados internamente, serão empresas com mais capacidade de gerar liquidez para financiar as suas atividades. Por outro lado, empresas com melhores resultados, tendo mais liquidez, terão mais capacidade de oferecer melhores condições aos seus clientes através de crédito comercial. Nesse caso, o crédito comercial significará um investimento por parte da empresa vendedora em ativos correntes para financiar os seus clientes e dessa forma, suportar o desenvolvimento do seu próprio negócio. Pretende-se também confirmar se o nível de geração de fluxos de caixa se reflete em diferentes dinâmicas de recurso ao crédito comercial entre grupos de empresas mais e menos lucrativas.

Hipótese 2: As empresas com maior margem bruta de exploração concedem mais crédito comercial.

Empresas com maiores margens brutas deverão ter capacidade de financiar os seus clientes através do crédito comercial a um custo inferior ao que estes obteriam através de crédito bancário. Alinhado com a literatura e na sequência da hipótese anterior, será esperado que empresas com margens brutas superiores ofereçam maiores níveis de crédito comercial aos seus clientes.

Hipótese 3: Empresas mais jovens recorrem mais ao crédito comercial.

Empresas mais jovens têm uma menor reputação e os fornecedores têm menos informação sobre as mesmas, por outro lado, estas empresas têm mais limitações no acesso a crédito bancário e têm maior necessidade de comprovar a qualidade dos seus produtos. Procuraremos entender se o recurso a crédito comercial é mais relevante numa fase inicial do ciclo de vida das empresas. Por outro lado, empresas com maior reputação deverão, em algumas situações, ter mais poder de mercado para impor condições comerciais aos seus fornecedores.

Hipótese 4: A relevância do crédito comercial aumenta com o abrandamento do volume de negócios.

Na perspetiva de racionamento da disponibilização de crédito bancário, normal em fases de abrandamento económico, é natural que as empresas com maiores restrições recorram mais ao crédito comercial e que as empresas com maior facilidade de acesso ao mercado de capitais/financiamento bancário, invistam mais na concessão de crédito comercial aos seus clientes de forma a manterem as suas próprias vendas e a fortalecerem as relações comerciais existentes.

Hipótese 5: O crédito comercial demonstra uma evolução similar à do crédito bancário.

Com esta hipótese tentaremos analisar de que forma o crédito comercial e o crédito bancário se comportam na amostra, procurando averiguar sinais de complementaridade ou de substituição, em especial, quando analisados face à evolução do ciclo económico.

Da resposta as questões apresentadas poderemos melhor compreender como as empresas recorrem a fontes informais de financiamento, alternativas ao crédito bancário, enquanto formas de financiamento da sua atividade.

3. METODOLOGIA

A primeira parte do estudo empírico será uma análise da estatística descritiva da amostra selecionada, permitindo enquadrar o recurso das empresas ao crédito comercial, bem como a caracterização da amostra.

A segunda parte, onde serão analisadas as dinâmicas entre as variáveis selecionadas do estudo, apresentadas de seguida, permitindo efetuar os testes necessários para responder às questões de investigação, através da análise econométrica de painel de dados e múltiplas variáveis explicativas.

3.1 Descrição dos dados e amostra

Os dados utilizados neste estudo foram obtidos através do Sistema de Contas Integradas das Empresas (SCIE) do INE e preparados pelos investigadores do projeto ENtRY (financiado pela FCT - Fundação para a Ciência e a Tecnologia, PTDC/EGEECO/31117/2017). Esta base de dados incorpora informação económico-financeira das empresas portuguesas.

A amostra selecionada compreende as PME industriais, para o período de 2010 a 2018. A seleção de PME foi elaborada de acordo com a recomendação 2003/361 da Comissão Europeia de 6 de maio de 2003, relativa à definição de PME. Foi selecionada a amostra de empresas alinhada com os seguintes parâmetros para pelo menos 3 anos: (1) número de empregados inferior a 250; (2) número de empregados superior a 10, de forma excluir as microempresas; (3) volume de negócios inferior a 50 milhões de euros; e (4) ativo total não superior a 43 milhões de euros.

Após esta primeira triagem, procedeu-se ainda à “limpeza” da amostra. Primeiro, foram eliminados os casos de valores em falta para algumas variáveis ou dados com erros. Foi também imposta a condição que as seguintes variáveis fossem positivas: ativo, ativo corrente, ativo fixo, passivo, passivo corrente e capital. A estratificação efetuada resultou numa amostra de painel de 3.567 empresas da indústria transformadora, consistindo em 21.423 observações.

3.2 Descrição das variáveis

A formulação do modelo empírico teve por base o estudo de Petersen e Rajan (1997) que considera como variáveis dependentes: (1) Contas a receber, como proxy para a variável de crédito comercial concedido [CONC], calculada como o rácio de contas a receber sobre

vendas; (2) contas a pagar, como proxy para a variável de crédito comercial recebido [REC], calculada como o rácio contas a pagar sobre ativos totais.

Como variáveis explicativas que podem condicionar as contas a receber e as contas a pagar, utilizaremos (3) dimensão [Dim] e (4) idade [Idade] da PME para medir a sua capacidade de crédito e reputação e assim a capacidade de aceder a fontes de financiamento alternativas; (3) dimensão será calculada como o logaritmo do ativo; (4) idade será calculada como o logaritmo de (1+ idade), onde a idade representa o número de anos desde que a empresa foi constituída; de forma a medir a capacidade da empresa de gerar fundos internamente (5) fluxos de caixa [FC] será calculado como o rácio de RLE menos depreciações sobre vendas; (6) custo de financiamento externo [CFin] será calculado como o rácio de custos financeiros sobre o passivo financeiro; (7) crescimento do volume de negócios[dVN], medida pela variação anual em percentagem e desagregada em 2 variáveis (7a) crescimento positivo do volume de negócios [dVN_p] e (7b) contração do volume de negócios [dVN_n].

Como variáveis explicativas apenas de contas a receber, considera-se ainda: (8) financiamentos de curto prazo [FinCP], calculado como o rácio de passivo corrente sobre vendas; (9) rotação do ativo [RotA], calculado como o rácio de vendas sobre ativo (deduzido das contas a receber)²; (10) margem bruta [Mg], calculado como o rácio de lucro bruto (EBITDA) sobre vendas, desagregada em 2 variáveis (10a) margem bruta positiva [Mg_p] e (10b) margem negativa [Mg_n].

Finalmente, como variáveis explicativas apenas de contas a pagar (ccR): (11) financiamentos obtidos de curto-prazo [DivCP], calculado como o rácio de empréstimos obtidos correntes sobre ativo; (12) dívida de longo prazo [DivLP], calculado como o rácio de empréstimos obtidos (não corrente) sobre ativo; (13) investimento em ativos correntes [InvAC], calculado como o rácio de ativo corrente sobre ativo total; (14) compras [Compras], calculado como o rácio de compras sobre ativo.

3.3 Especificação do modelo

Na formulação do modelo, será testado em fases diferentes para as duas variáveis dependentes em estudo, analisando separadamente a concessão e o recebimento de crédito

² ROTAÇÃO DO ATIVO indicador de atividade e de geração de rendimentos por unidade monetária investida, proxy para identificar empresas denominadas de ativas. Implica a redução do custo de transação como fator determinante da concessão de crédito comercial, prevê-se que as empresas mais ativas concedam mais crédito comercial.

comercial por parte das empresas, seguindo a formulação de análise econométrica aplicada por García-Teruel e Martínez-Solano (2010).

Modelo 1: Crédito comercial concedido

$$CONC_{it} = \beta_0 + \beta_1 Dim_{it} + \beta_2 Idade_{it} + \beta_3 Idade_{it}^2 + \beta_4 FC_{it} + \beta_5 CFin_{it} + \beta_6 FinCP_{it} \\ + \beta_7 dVN_{it} + \beta_8 RotA_{it} + \beta_9 Mg_{it} + \beta_{10} Mg_{it}^2 + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

Modelo 2: Crédito comercial recebido

$$REC_{it} = \beta_0 + \beta_1 Dim_{it} + \beta_2 Idade_{it} + \beta_3 Idade_{it}^2 + \beta_4 FC_{it} + \beta_5 CFin_{it} + \beta_6 DivCP_{it} \\ + \beta_7 DivLP_{it} + \beta_8 dVN_{it} + \beta_9 InvAC_{it} + \beta_{10} Compras_{it} + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

O modelo econométrico será estimado segundo as metodologias de análise de dados em painel, testando a significância das suas variáveis e definido qual o estimador mais apropriado e ajustado para análise da amostra, entre OLS, estimador de efeitos fixos ou de efeitos aleatórios.

4. RESULTADOS

4.1 Estatísticas descritiva

Pretende-se nesta parte fazer uma breve análise e descrição da amostra. Dessa forma, apresenta-se os valores médios globais para o peso de Contas a pagar e Contas a receber sobre o ativo, desagregando-se seguidamente por idade das empresas, por dimensão e por setor de atividade.

O Quadro 1 apresenta os valores médios de crédito comercial da amostra, composta por 3.567 empresas e 21.423 observações, para período de 2010 a 2018.

Quadro 1 - Valores médios de contas a receber e contas a pagar na amostra

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Média
C. a receber	0,313	0,309	0,305	0,299	0,291	0,283	0,277	0,271	0,263	0,290
C. a pagar	0,219	0,219	0,220	0,217	0,208	0,204	0,205	0,198	0,191	0,209

Observa-se uma tendência de diminuição do peso do crédito comercial no conjunto das empresas da amostra, conforme se pode observar na Figura 1, abaixo.

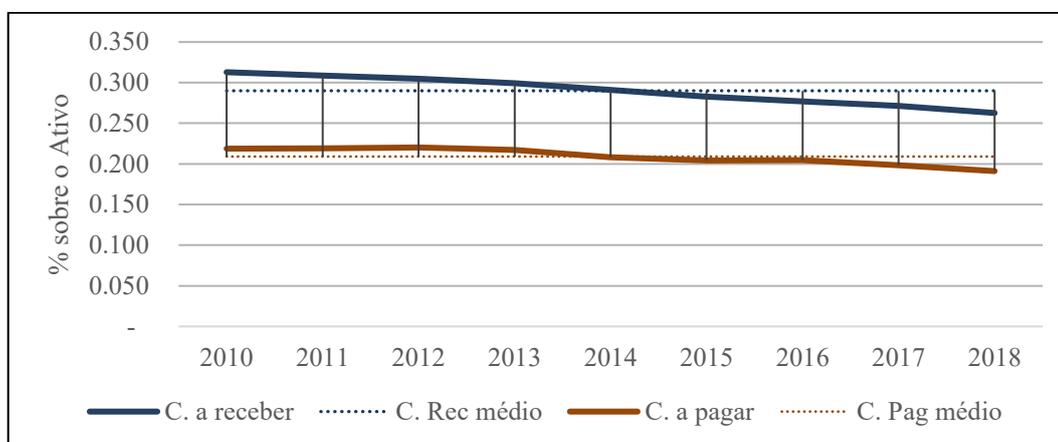


Figura 1 - Evolução do crédito comercial concedido e recebido na amostra

No Quadro 2, podemos observar a distribuição das empresas por dimensão do Ativo Total Líquido. Analisando os dados relativos ao crédito comercial concedido e recebido em comparação com a dimensão da empresa, podemos verificar um menor recurso ao crédito comercial por parte das empresas de maior dimensão.

Quadro 2 - Empresas e crédito comercial por dimensão

Valor do Ativo	Nº Empresas	Contas a Receber	Contas a Pagar
<2M	12%	0,369	0,301
2M ≤ 10M	63%	0,299	0,210
10M ≤ 25M	20%	0,243	0,162
25M ≤ 50M	5%	0,175	0,125

Relativamente ao recurso ao crédito comercial por idade das empresas pode ser observado no Quadro 3.

Quadro 3 - Crédito comercial concedido e recebido por idade da empresa

Idade das empresas	Contas a Receber	Contas a Pagar
1 a 5 anos	0,333	0,333
6 a 10 anos	0,300	0,260
11 a 20 anos	0,310	0,224
>21 anos	0,277	0,185

Esta análise estatística demonstra uma tendência de diminuição da utilização de crédito comercial por parte das empresas com maior idade, mais estabelecidas nos seus mercados e com maior reputação, deixando antever que as empresas mais jovens recorram mais à utilização de crédito comercial, bem como a serem pressionadas para igualmente concederem mais crédito aos seus novos clientes, como forma de se estabelecerem no mercado, criando a sua reputação e permitindo aos seus clientes averiguar a qualidade dos seus produtos.

De forma a fazer uma breve análise descritiva sobre a distribuição setorial da amostra selecionada, sendo que amostra global é composta por empresas de 72 setores da indústria transformadora, para efeitos de clareza, a análise seguinte reflete apenas os setores mais representativos. No Quadro 4, apresenta-se as diferenças entre as médias da amostra global e a média ponderada da amostra selecionada para análise industrial, de forma a apurar a representatividade da seleção efetuada.

Quadro 4 - Comparação valores médios da amostra total e da seleção

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Média
C. a receber										
Média	0,313	0,309	0,305	0,299	0,291	0,283	0,277	0,271	0,263	0,290
Média seleção	0,313	0,311	0,310	0,302	0,295	0,285	0,277	0,272	0,263	0,292
C. a pagar										
Média	0,219	0,219	0,219	0,220	0,217	0,208	0,204	0,205	0,198	0,211
Média seleção	0,236	0,238	0,241	0,241	0,228	0,226	0,214	0,214	0,203	0,227

No Quadro 5, apresentam-se os valores médios de contas a receber e contas a pagar, medido em proporção do ativo, para os 11 setores mais representativos, que englobam 48% do total de empresas da amostra.

Quadro 5 - Contas a receber e a pagar por setor de atividade

CAE	Sector	Contas a Receber	Contas a Pagar
101	Abate de animais, preparação e conservação de carne e de produtos à base de carne	0,329	0,276
110	Indústria das bebidas	0,167	0,146
139	Fabricação de outros têxteis	0,326	0,247
141	Confeção de artigos de vestuário, exceto artigos de peles com pêlo	0,317	0,263
152	Indústria do calçado	0,301	0,289
162	Fabricação de artigos de madeira, de cortiça, de espartaria e de cestaria, exceto mobiliário	0,265	0,206
222	Fabricação de artigos de matérias plásticas	0,280	0,202
251	Fabricação de elementos de construção em metal	0,379	0,235
257	Fabricação de cutelaria, ferramentas e ferragens	0,233	0,163
259	Fabricação de outros produtos metálicos	0,296	0,189
310	Fabrico de mobiliário e de colchões	0,286	0,193

A indústria que menos concede crédito comercial aos seus clientes é a Indústria das Bebidas com 16,7%, claramente abaixo de todas as outras indústrias selecionadas para esta análise. De notar que conforme se pode verificar na Figura 2 abaixo, esta indústria apresenta um comportamento bastante consistente ao longo do período da amostra. No extremo oposto, a indústria que mais concede crédito comercial aos seus clientes é a indústria da Fabricação de elementos de construção em metal com um peso médio relativo de 37,9% do total dos ativos. No entanto, esta indústria tem vindo a mostrar uma tendência de redução consistente no período em análise.

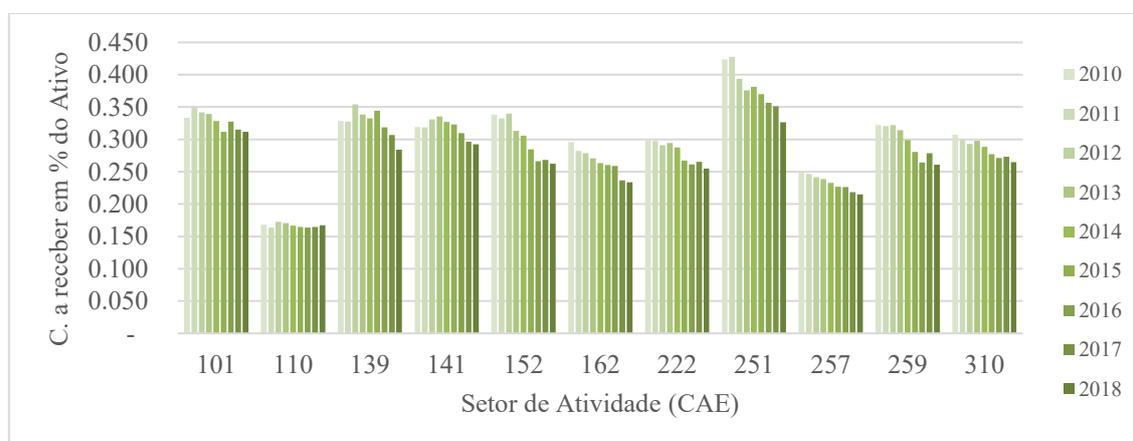


Figura 2 - Contas a receber por setor de atividade

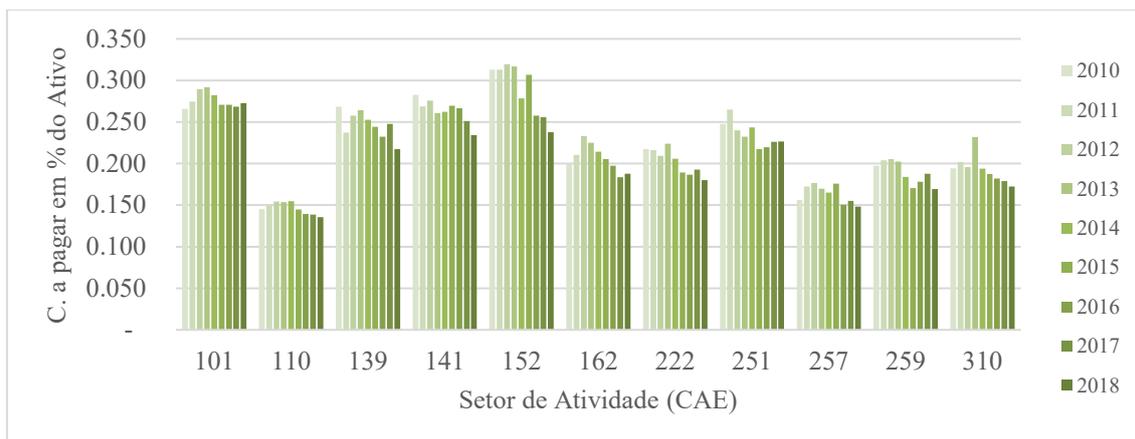


Figura 3 - Contas a pagar por setor de atividade

Na abordagem referente à proporção de contas a pagar no total do ativo das empresas, uma vez mais, a indústria que menos recorre à utilização de crédito comercial dos seus fornecedores é a Indústria das Bebidas com 14,6%. No outro extremo, a indústria em que as empresas mais recorrem ao crédito comercial é a Indústria do Calçado com 28,9%.

Relativamente às variáveis apresentadas anteriormente no Capítulo 3, e que são parte integrante da análise econométrica, o Quadro 6 apresenta os valores médios das mesmas.

Quadro 6 - Valores médios das variáveis em análise

Variable	Mean	S.D.
CONC	0.30	0.85
REC	0.21	0.21
Dim	15.50	0.90
Idade	3.09	0.75
Idade ²	10.10	4.16
CF	0.09	6.65
CFin	6.64	929.00
dVN_p	0.19	5.39
dVN_n	(0.05)	0.11
FinCP	0.68	15.30
RotA	0.12	6.66
Mg_p	0.08	5.54
Mg_n	(0.04)	0.72
Mg ²	31.20	5,130.00
DivCP	0.12	0.15
DivLP	0.15	0.21
InvAc	0.65	0.21
Compras	0.90	0.71

4.2 Regressão econométrica

Apresenta-se de seguida os resultados das regressões realizadas para apuramento dos modelos definidos.

Primeiro, a análise do Modelo 1 para crédito comercial concedido [CONC], sendo que os resultados demonstram a existência de determinantes da decisão de conceder crédito comercial aos seus clientes. No Quadro 7, apresentam-se os resultados obtidos para a regressão do Modelo1, relativo às determinantes do crédito comercial concedido, através do modelo de efeitos fixos.

Quadro 7 - Determinantes das Contas a Receber (Modelo 1)

Variável	Coefficiente	Desvio Padrão	Estatística t	Valor p	
Dim	0.1412	0.01	13.41	<0,0001	***
Idade	0.1444	0.09	1.59	0.1118	
Idade ²	-0.0445	0.03	-1.45	0.1458	
FC	1.9080	0.08	24.40	<0,0001	***
CFin	0.0000	0.00	-2.01	0.0449	*
FinCP	0.0715	0.00	26.50	<0,0001	***
dVN_p	-0.0010	0.00	-2.20	0.0279	*
dVN_n	-0.1505	0.03	-5.64	<0,0001	***
RotA	-1.5123	0.06	-23.54	<0,0001	***
Mg_p	-0.1371	0.03	-3.92	<0,0001	***
Mg_n	-0.9806	0.03	-34.29	<0,0001	***
Mg ²	-0.0073	0.00	-23.28	<0,0001	***
R²			0.422		
R² Ajustado			0.304		

* significante a 90%; ** Significante a 95%; *** significante a 99%

Da análise dos resultados do Modelo 1, à exceção da variável *Idade*, todas as restantes variáveis apresentam valores com significância estatística (até 10%), pelo que demonstram ter relevância explicativa sobre a concessão de crédito comercial por parte das empresas aos seus clientes. Para a variável *Idade*, não foi possível observar uma clara relação que influencie a variável dependente.

A análise inicia-se pela interpretação da variável relativa à dimensão da empresa [Dim] que surge como um fator determinante para a evolução das contas a receber, apresentando uma relação positiva entre dimensão da empresa e o crédito comercial concedido. Desta forma,

empresas de maior dimensão concederão maiores facilidades de crédito aos seus clientes, através da extensão de prazos de pagamento, pois estas empresas terão uma melhor notação de crédito e, assim, igualmente um maior conjunto de fontes de financiamento à sua disposição, permitindo-lhes oferecer melhores condições contratuais aos seus clientes que terão uma menor capacidade de se financiarem através de outras fontes.

A capacidade de gerar fundos internamente, refletida através da variável de fluxos de caixa [FC], apresenta um sinal positivo demonstrando assim que as empresas com maior capacidade de gerar fundos revelam uma capacidade de conceder mais crédito comercial aos seus clientes.

A variável referente aos custos de financiamento externo [CFin] apresenta um sinal negativo, o que reflete que as empresas, ao incorrerem em custos de financiamento mais elevados, terão menor incentivo em oferecer financiamento aos seus clientes através de crédito comercial.

O papel do financiamento de curto prazo [FinCP] apresenta um sinal positivo, demonstrando que as empresas com mais instrumentos de financiamento de curto prazo à sua disposição são também as que mais concedem crédito comercial aos seus clientes, atuando em parte como intermediários no papel de financiamento dos seus clientes.

Relativamente à dinâmica e evolução do volume de negócios, verificada através do seu crescimento, a variável foi desagregada em crescimento positivo [dVN_p] e contração do volume de negócios [dVN_n]. Verifica-se para ambas as variáveis uma relação inversa entre o crescimento do volume de negócios e a variável dependente. Empresas com maior crescimento de vendas reduzem o nível de crédito oferecido aos seus clientes. Empresas com crescimento negativo, aumentam a proporção das vendas financiadas através da concessão de crédito comercial. As empresas usam crédito comercial como mecanismo de marketing para melhorar a dinâmica das vendas, aumentando o nível de vendas a crédito para permitir as empresas ultrapassar períodos de redução das vendas, como forma de manter a relação com os seus clientes e moderar a potencial quebra nas vendas. Os resultados obtidos encontram-se alinhados com a literatura, e, particular com o estudo Garcia-Teruel e Martinez-Solano (2010) e Petersen and Rajan (1997). Desta forma, confirmamos a Hipótese 4, na qual a relevância do crédito comercial aumenta com o abrandamento do volume de negócios das empresas.

A dinâmica das empresas é refletida através da rotação do ativo, que é também uma medida de sinalização sobre a qualidade dos produtos. Tal como expectável através da literatura, verificamos existir uma relação inversa em relação à variável dependente, pelo facto de

empresas com valores mais baixos de rotação do ativo produzirem bens de melhor qualidade e dessa forma, concedem mais crédito comercial para que os seus clientes possam avaliar a qualidade dos mesmos.

A margem bruta pretende avaliar se empresas com margens maiores oferecem mais crédito comercial, dado que, empresas com margens mais elevadas terão maior incentivo a aumentar as vendas, mesmo que tenham de conceder crédito comercial para financiar esse aumento. Do modelo decorre, ao contrário do esperado, uma relação inversa entre a margem bruta e a variável dependente, demonstrando que aquela relação não é verificada, não sendo possível concluir a utilização de crédito comercial enquanto mecanismo de discriminação de preços. Verifica-se ainda, a relação inversa entre a existência de margens brutas negativas e a variável dependente, demonstrando que, à redução das margens as empresas respondem com a cedência de crédito comercial de forma a atenuar os efeitos dos menores resultados e promover o aumento das vendas. Desta forma, não se confirma a Hipótese 2.

De seguida, apresenta-se a análise do Modelo 2 para crédito comercial recebido [REC], sendo que os resultados demonstram igualmente a existência de determinantes da decisão de recorrer ao crédito comercial de fornecedores. No Quadro 8, apresentam-se os resultados da regressão do modelo relativo as determinantes do crédito comercial recebido, estimado através do modelo de efeitos fixos.

Quadro 8 - Determinantes das Contas a Pagar (Modelo 2)

Variável	Coefficiente	Desvio Padrão	Estatística t	Valor p	
Dim	-0.0397	0.00	-13.67	<0,0001	***
Idade	-0.0010	0.02	-0.04	0.9659	
Idade ²	-0.0098	0.01	-1.24	0.2152	
FC	-0.0076	0.00	-5.89	0.0000	***
CFin	0.0000	0.00	2.59	0.0097	**
DivCP	0.0903	0.01	14.56	<0,0001	***
DivLP	0.2689	0.00	64.69	<0,0001	***
dVN_p	0.0000	0.00	-0.02	0.9876	
dVN_n	0.0212	0.01	3.02	0.0026	**
InvAc	0.1485	0.01	18.19	<0,0001	***
Compras	0.0520	0.00	19.50	<0,0001	***
R²			0.258		
R² Ajustado			0.107		

* significativa a 90%; ** Significante a 95%; *** significativa a 99%

Da análise dos resultados do Modelo 2, tal como se verificou relativamente ao modelo 1, à exceção das variáveis *Idade* e *dVN_p*, todas as restantes variáveis do modelo apresentam valores com significância estatística, pelo que demonstram poder explicativo sobre o recurso ao crédito comercial como forma de financiamento. Para a variável *Idade*, ao contrário do esperado, não foi possível observar uma clara relação que influencie a variável dependente, dessa forma não é possível comprovar a hipótese 3.

A relação entre a dimensão da empresa e o nível de crédito comercial recebido apresenta sinal negativo, revelando a relação inversa entre as variáveis, o que está alinhado com o expectável pela literatura, pois empresas de maior dimensão são consideradas como tendo uma maior capacidade de acesso ao crédito através das instituições financeiras comparativamente com as empresas mais pequenas. Em resultado da relação inversa apurada, empresas de maior dimensão recorrem menos ao crédito comercial por parte dos seus fornecedores, visto terem outras fontes de financiamento à sua disposição em consequência da sua melhor reputação e capacidade de acesso a crédito. Demonstrando que as maiores empresas, com mais facilidade no acesso aos mercados de capitais e assim obter financiamento externo, reduzindo dessa forma a o peso do financiamento através dos seus fornecedores.

Verificamos a existência de uma relação inversa entre a capacidade de gerar fundos internamente (FC) e o nível de crédito comercial recebido, tal como esperado, pois as empresas com maior capacidade de gerar fundos terão menos necessidade de recorrer ao crédito por parte dos seus fornecedores. Os resultados confirmam a existência de um efeito de substituição entre o crédito comercial de fornecedores e os fundos gerados internamente. Assim, confirma-se a Hipótese 1, pois as empresas com maior capacidade de gerar fundos internamente reduzem o seu recurso à utilização de crédito comercial, substituindo-o por fundos próprios gerados internamente.

A análise do impacto dos custos de financiamento apresenta um coeficiente positivo, significando que as empresas recorrem mais ao financiamento através de crédito de fornecedores quando os custos de financiamento de outras fontes são superiores, pois empresas que se deparam com custos de financiamento mais elevados no que toca a financiamento externo, têm mais incentivo em recorrer ao crédito comercial.

Relativamente à dívida financeira, decorrente de financiamentos bancários, quer de curto prazo ou de longo prazo, os resultados não permitem confirmar a existência de efeito de substituição entre crédito bancário e crédito comercial, pois a regressão apresenta um coeficiente positivo, demonstrando que empresas com maior acesso ao financiamento

bancário não reduzem o nível de crédito de fornecedores, atuando como fontes complementares de financiamento das operações das empresas. Isto poderá refletir que as empresas podem ter elevados níveis de utilização das facilidades de crédito disponível, restando o crédito comercial como alternativa de financiamento externo das operações. Desta forma, confirmamos a Hipótese 5, demonstrando que crédito comercial e crédito bancário evoluem no mesmo sentido, embora que em proporções diferentes, demonstrando um carácter de complementaridade.

Verifica-se que o nível de crédito comercial recebido tem uma relação positiva com o declínio do volume de negócios, reduzindo a sua relevância, sendo que o efeito associado ao crescimento não é claro, por falta de significância da variável explicativa. Desta forma, rejeita-se a Hipótese 4 para o crédito comercial recebido.

Relativamente ao investimento em ativos correntes, apura-se uma relação positiva, tal como expectável, revelando que as empresas que mais investem em ativos correntes terão necessidade de recorrer a outras fontes de financiamento de curto prazo, incluindo o crédito comercial.

Por fim, o rácio de compras apresenta uma relação positiva com a variável dependente.

5. CONCLUSÕES

A gestão financeira das empresas, especialmente as de pequena e média dimensão, enfrenta desafios constantes no sentido de dotar as suas operações de níveis de tesouraria e liquidez suficiente para cobrir as necessidades do negócio. Este é um fator crítico para o desenvolvimento, crescimento e sobrevivência das empresas, que atuam em ambientes de negócio cada vez mais complexos e globalmente expostos a um nível de concorrência. O paradigma do financiamento das PME encontra-se constrangido pela menor disponibilidade de instrumentos ao seu dispor através do sistema bancário, revelando uma dificuldade de acesso ao crédito por parte das empresas de menor dimensão. Desta forma, a busca por fontes alternativas, como é o caso do crédito comercial, assume especial relevância. Da amostra selecionada para este estudo, as contas a receber representam valores médios de 31% do volume de negócios e as contas a pagar de 21% do total do ativo das empresas, valores estes que, durante o período de 2010 a 2018 demonstram uma tendência consistente de redução (de 31,3% em 2010 para 26,3% em 2018), com uma evolução média anual dos volumes de contas a receber de -2,2%, e igual tendência verificada para as contas a pagar, reduzindo de 21,9% em 2010 para 19,1% em 2018, com uma evolução média anual de -1,7%. Para tal terão contribuído, por entre outros fatores, a evolução positiva do volume de negócios demonstrando um período de expansão com o crescimento médio anual de 3,2%, bem como através da melhoria verificada nos termos de pagamento das empresas portuguesas, que segundo o relatório European Payments Report 2012 a 2017, demonstra a evolução positiva, passando de pagamentos realizados em média com 40 dias de atraso em 2012 para 20 dias de atraso em 2017ⁱ. Para tal, deverá ter contribuído a implementação da diretiva europeia 2011/7/EU que estabelece “medidas de luta contra os atrasos de pagamentos nas transações comerciais”, transpõe para o Direito interno pelo Decreto-Lei nº. 62/2013, de 10 de maio. A análise levada a cabo permitiu concluir pela identificação de determinantes para a concessão e para o recurso ao crédito comercial por parte das empresas no âmbito do estudo. A dimensão das empresas influencia positivamente o crédito comercial concedido e inversamente o crédito recebido, sendo que empresas de maior dimensão terão acesso a um conjunto mais vasto de instrumentos de financiamento permitindo conceder mais crédito comercial aos seus clientes. Por outro lado, face a essa maior disponibilidade, também terão à sua disposição fontes de financiamento que permitem a redução da dependência do crédito através de fornecedores, reduzindo assim o crédito comercial recebido.

A capacidade interna das empresas para gerar fundos influencia, conforme esperado, positivamente a concessão de crédito e inversamente o crédito comercial recebido, demonstrando que as empresas dão preferência à utilização dos recursos gerados internamente que são aplicados na concessão de crédito aos seus clientes, como forma de desenvolvimento do negócio e, por outro lado, de reduzir a dependência do crédito de fornecedores.

O crescimento das vendas apresenta uma dinâmica positiva para o crédito comercial recebido e inversa relativamente ao crédito comercial concedido. Dessa forma, empresas em crescimento reduzem o crédito concedido aos seus clientes, mas quando em fase de contração do volume de negócios as empresas tendem a ser mais flexíveis e conceder mais crédito comercial aos seus clientes, utilizando o crédito comercial como instrumento de marketing para desenvolvimento das vendas em momentos de contração, permitindo manter os seus clientes e moderar a potencial quebra nas vendas, o que acontece igualmente em relação à margem bruta, influenciando de forma inversa o crédito comercial concedido, demonstrando o aumento do crédito comercial concedido a clientes em períodos de margens brutas negativas.

No que se refere a oportunidades de investigação futuras, o aprofundamento da presente análise ao nível comparativo setorial, com a inclusão de fatores diferenciadores característicos de cada indústria permitiriam melhor entender como as dinâmicas de produção dependem e influenciam o financiamento das atividades e o recurso ao crédito comercial, de forma a ajudar a definir políticas de gestão financeira, bem como procedimentos que permitam às PME's melhor controlar os instrumentos de mitigação de risco financeiro, assim como melhorar ferramentas de planeamento financeiro ajustadas às características específicas da indústria, incluindo o apuramento dos custos associados às condições de pagamento oferecidas e estabelecimento de políticas comerciais, como as políticas de descontos de pronto pagamento.

REFERÊNCIAS

- BIAIS, B., & Gollier, C. (1997). Trade credit and credit rationing. *The Review of Financial Studies*, 10(4), 903-937.
- BRENNAN, M. J., Maksimovics, V., & Zechner, J. (1988). Vendor financing. *The journal of finance*, 43(5), 1127-1141.
- BURKART, M., & Ellingsen, T. (2004). In-kind finance: A theory of trade credit. *American economic review*, 94(3), 569-590.
- CHENG, N. S., & Pike, R. (2003). The trade credit decision: evidence of UK firms. *Managerial and decision Economics*, 24(6-7), 419-438.
- FERRIS, J. S. (1981). A transactions theory of trade credit use. *The Quarterly Journal of Economics*, 96(2), 243-270.
- GARCÍA-TERUEL, P. J., & Martinez-Solano, P. (2010). Determinants of trade credit: A comparative study of European SMEs. *International Small Business Journal*, 28(3), 215-233.
- LONG, M. S., Malitz, I. B., & Ravid, S. A. (1993). Trade credit, quality guarantees, and product marketability. *Financial management*, 117-127.
- MELTZER, A. H. (1960). Mercantile credit, monetary policy, and size of firms. *The review of Economics and Statistics*, 429-437.
- NILSEN, J. H. (2002). Trade credit and the bank lending channel. *Journal of Money, Credit and Banking*, 226-253.
- PETERSEN, M. A., & Rajan, R. G. (1997). Trade credit: theories and evidence. *The review of financial studies*, 10(3), 661-691
- RODRÍGUEZ-RODRÍGUEZ, O. M. (2008). Firms as credit suppliers: an empirical study of Spanish firms. *International Journal of Managerial Finance*.
- SCHWARTZ, R. A. (1974). An economic model of trade credit. *Journal of financial and quantitative analysis*, 643-657.
- VAN DER WIJST, N., & Hol, S. (2002). Trade credit in Europe. In Paper presented at the 31st Meeting of the EUROPEAN WORKING GROUP ON FINANCIAL MODELING (EWGFM), Agia Napa, CYPRUS.
-

