

RELAÇÕES ENTRE AS EXPORTAÇÕES E AS RESTRIÇÕES FINANCEIRAS DAS EMPRESAS INDUSTRIAIS DO SETOR TÊXTIL PORTUGUÊS

RELATIONS BETWEEN EXPORTS AND FINANCIAL CONSTRAINTS OF INDUSTRIAL
ENTERPRISES OF THE PORTUGUESE TEXTILE SECTOR

LAS RELACIONES ENTRE LAS EXPORTACIONES Y LAS RESTRICCIONES FINANCIERAS
DE LAS EMPRESAS INDUSTRIALES DEL SECTOR TEXTIL PORTUGUÉS

Ferreira, Cláudia (claudia_ferreira_sd@hotmail.com) *

Silva, Armando (armandosilva@eu.ipp.pt)**

RESUMO

Este artigo verifica qual a relação existente entre exportações e restrições financeiras das empresas industriais do setor têxtil português no período de 1996-2003. Pretende-se averiguar qual o score de restrições financeiras sentidas pelas empresas da amostra, avaliar até que ponto as restrições financeiras são ou não um entrave ao início da atividade exportadora e verificar se o início das exportações efetivamente melhora a saúde financeira das empresas. A metodologia escolhida para a medição das restrições financeiras passou pela criação de um score financeiro, na sequência da proposta de Musso e Schiavo (2008); o teste das hipóteses é feito com recurso a regressões. Dos resultados obtidos, sugere-se a ideia de que existe, de facto, a auto-seleção das empresas menos restringidas financeiramente para a futura atividade exportadora e ainda que as novas empresas exportadoras mostram melhorias na sua situação financeira após o início dessa atividade.

Palavras-chave: *Restrições financeiras; Exportações, Têxtil, Regressão*

ABSTRACT

This paper studies the connections between exports and the financial constraints of Portugal's industrial textile companies in the period of 1996-2003. We intend to determine the financial constraint score experienced by the sampled industries, to assess the extent to which financial constraints are a barrier for the beginning of an exporting activity and verify if the start of exports effectively improves the companies' financial health. The chosen methodology for measuring the financial restrictions was the creation of a financial score, following the proposal of Musso and Schiavo (2008), and we used regression analysis for hypothesis testing. From our results, we suggest the idea that there is, in fact, self-selection of less financially constrained industries for future export activity and that new exporters show improvements in their financial situation after the beginning of international activity.

Keywords: *Financial constraints; Exports, Textile, Regression.*

RESUMEN

En este artículo se verifica cuál es la relación entre las restricciones financieras y exportaciones de las empresas industriales de sector textil portugués en el periodo 1996-2003. Su objetivo es determinar que puntuación de las limitaciones financieras experimentadas por las empresas de la muestra, evaluar el grado en que las limitaciones financieras no son una barrera o el inicio de la actividad exportadora y verificar que el inicio de las exportaciones efectivamente mejora la salud financiera de las empresas. La metodología elegida para la medición de las restricciones financieras aprobadas por la creación de un puntaje financiero, siguiendo la propuesta de Musso y Schiavo (2008); la verificación de hipótesis se realiza utilizando regresiones. A partir de nuestros resultados, sugerimos la idea de que existe, de hecho, la auto-selección de las empresas menos restringidas financieramente para la futura actividad de exportación y que los nuevos exportadores muestran mejoras en su situación económica después del inicio de esta actividad.

Palabras clave: *Limitaciones financieras; Exportaciones, Textil, Regresión*

*Licenciada em Contabilidade e Administração pela ESEIG/IPP Mestre em Finanças Empresariais pela ESEIG/IPP Contabilista

**Doutor em Economia (especialidade em Finanças Internacionais) pela Universidade do Porto Mestre em Economia pela Faculdade de Economia da Universidade do Porto Pós Graduado em Gestão do Desporto pela Universidade Católica Licenciado em Economia pela Faculdade de Economia da Universidade do Porto Professor Adjunto da ESEIG/IPP

Submitted: 01th January 2014

Accepted: 31th March 2015

INTRODUÇÃO

No contexto económico atual português e Europeu, o estudo acerca das restrições financeiras das empresas representa um papel crucial, na medida em que, a falta de crédito à atividade económica é um dos maiores problemas identificados pelo tecido empresarial. Paralelamente, a internacionalização é uma necessidade para muitas empresas nacionais, atendendo à redução do poder de compra do mercado interno. Trata-se, portanto, de uma condição de sobrevivência das empresas.

No atual estado da arte sobre o tema central do artigo (ver Silva, 2011), existe um certo consenso que as restrições financeiras impedem a internacionalização de muitas empresas, mas nenhum modelo teórico e poucos estudos empíricos explicam ou evidenciam consistentemente a possibilidade da internacionalização poder melhorar a performance económico-financeira das empresas.

Atendendo ao atrás exposto, o presente estudo pretende averiguar, por um lado, até que ponto as restrições financeiras são ou não um entrave ao início da atividade exportadora (hipótese de auto-selecção para a atividade exportadora de empresas domésticas menos restringidas financeiramente) e por outro lado, verificar se o início das exportações efetivamente melhora a saúde financeira das empresas (hipótese de efeito positivo do início da atividade exportadora sobre o nível de restrições financeiras).

Do ponto de vista empírico, recorre-se a uma amostra significativa de empresas portuguesas do setor têxtil no período 1996-2003 e define-se e calcula-se um indicador de restrição financeira para cada uma das empresas e em cada um dos anos. Para testar as duas hipóteses referidas utiliza-se a análise de regressão.

A importância desta investigação decorre quer do peso (em termos de emprego e de VAB) do setor têxtil na economia portuguesa e sobretudo, no caso de as hipóteses de estudo se vierem a confirmar, pela confirmação do impacto e relevância que futuras tomadas de decisão pública sobre apoios à exportação ao setor têxtil podem ter no setor e na própria economia nacional.

O resto do artigo está organizado da seguinte forma. A secção 3 apresenta a descrição dos dados e das principais variáveis, a escolha e justificação da medida das restrições financeiras e a medição do score da restrição financeira às empresas estudadas. Na secção 4, está exposta a análise empírica da relação existente entre as Exportações e as Restrições Financeiras das Empresas Industriais do Setor Têxtil, designadamente, quer a metodologia, quer os resultados da mesma. A secção 5 apresenta as principais conclusões e limitações do artigo elaborado.

1. REVISÃO DE LITERATURA

Do ponto de vista conceptual as restrições financeiras dizem respeito a constrangimentos, limitações, reduções ou inibições nos recursos financeiros existentes nas empresas que as impedem de realizar alguns dos seus projetos de investimento (por exemplo a própria internacionalização). É sobretudo a necessidade de recurso a fundos externos, que torna visível as restrições financeiras pois tendo de recorrer a tais fundos, as empresas verificam que não conseguem recorrer aos recursos externos que pretendem ou, caso consigam obter algum empréstimo, são estabelecidas inúmeras condições, nomeadamente, prazos, preços, garantias, etc., que podem dificultar a obtenção do mesmo. Segundo Silva e Carreira (2011), as restrições financeiras remetem para a dificuldade que as empresas têm em aumentar as verbas/quantias monetárias necessárias para investir, crescer e exportar. Chaney (2005), Manova (2010) ou Broll e Wahl (2011) descrevem restrições financeiras como uma barreira exógena à exportação, nomeadamente, ao início da atividade exportadora, explicando-se tal relação de causalidade pelo facto de as novas exportadoras terem de suportar vários custos (fixos e variáveis) ao iniciarem e desenvolverem vendas para mercados externos. Também Bellone et al. (2010) consideram que as restrições financeiras funcionam como uma barreira ex-ante para exportar, uma vez que, as empresas com menos restrições financeiras são aquelas que têm maior probabilidade de exportar.

Do ponto de vista da medição das restrições financeiras apresentam-se variadas alternativas, embora sem que haja total satisfação com algumas delas. Fazzari, Hubbard e Petersen (1988), definem a medida do grau de restrições financeiras com base no índice de pagamento de dividendos. Eles argumentam que apenas as empresas limitadas financeiramente (com dividendos baixos ou inexistentes) apresentam maior sensibilidade do investimento ao cash-flow. Estes autores defendem que o financiamento externo não seria um substituto perfeito para o financiamento interno, principalmente no curto prazo e para empresas que estão a iniciar a sua atividade e com elevado grau de incerteza quanto às suas perspetivas. Para além de que, face às assimetrias de informação, os potenciais novos financiadores externos teriam uma desvantagem considerável face aos financiadores internos. O resultado do estudo feito por Hubbard, Kashyap e Whited (1995) mostra que o modelo com restrições financeiras deve ser rejeitado para o grupo com maior pay-out, isto é, maior rácio entre os dividendos pagos e o lucro líquido anual em termos percentuais, mas não para o grupo com baixo pay-out, confirmando os resultados de Fazzari, Hubbard e Petersen (1988).

Entretanto, Kaplan e Zingales (1997) argumentam que o cash-flow não é uma boa medida da existência de restrições ao financiamento. Eles investigaram uma amostra de 49 empresas mais restringidas financeiramente e que haviam sido usadas por Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) e portanto, com suposta elevada sensibilidade do investimento ao cash-flow, e não encontraram mais do que 15% dessas empresas com dificuldades para obter financiamento externo. Isto é, Kaplan e Zingales (1997) verificaram que 85% dessas empresas não deveriam ter sido consideradas restringidas financeiramente já que tinham aumentado os seus

investimentos através de linhas de crédito ou reservas de caixa. Por conseguinte, estes autores propõem uma análise que combina os estudos do perfil financeiro (recolha detalhada de informações qualitativas sobre as restrições financeiras) com a análise dos relatórios das empresas publicadas, o que estabelece o material básico para obter a leitura precisa para saber se uma empresa seria ou não restringida em relação à possibilidade de obtenção de fundos externos.

A outro nível, Almeida, Campello e Weisbach (2004) verificam que as empresas com restrições de crédito tendem a poupar mais dinheiro ("cash"), face às empresas sem restrições. Estes autores acreditam que as empresas com maiores dificuldades financeiras "economizam" nas suas contas de caixa no sentido de se prevenirem de possíveis contratempos futuros. Deste modo, para estes autores, as empresas financeiramente restringidas apresentam maior sensibilidade do cash ao cash-flow. Por outras palavras, estes autores argumentam que apenas as empresas com restrições irão originar liquidez para maximizar o seu valor, o que significa que, as empresas ao possuírem dificuldades financeiras são obrigadas a fazer uma comparação entre os investimentos que pretendem fazer (e que é preciso financiar) e os recursos que se conseguem obter para esse efeito (financiamentos), o que permite às mesmas, garantir que os ativos são bem geridos, investir acertadamente, fornecer os recursos para o crescimento no futuro e tomar decisões sobre como financiar a empresa da melhor maneira.

Note-se que até aqui todas as investigações citadas anteriormente assumem que uma única variável pode identificar a existência de restrições financeiras; contudo, tal metodologia permite, quando muito, classificar o estado de uma empresa num período de tempo, mas não possibilita uma análise dinâmica do estado de restrições financeiras que uma empresa possa "experimentar" ao longo do tempo.

Dadas essas limitações, outros autores utilizam mais do que uma variável para medirem o grau das restrições financeiras; é o caso de Devereux e Schiantarelli (1990) que referem que as empresas maiores e mais antigas encontram maior facilidade no acesso aos mercados externos relativamente às empresas mais pequenas e recentes. Para estes autores a medição das restrições financeiras implica, assim, ter em conta, duas variáveis: tamanho e idade. Também os estudos de Bond e Meghir (1994) ou de Gilchrist e Himmelberg (1995) tiveram em comum a análise da política de dividendos, tal como, Fazzari, Hubbard e Petersen (1988). Todavia, para além desta variável, Bond e Meghir (1994), usaram ainda outra variável: a emissão de ações; enquanto Gilchrist e Himmelberg (1995), utilizaram ainda a dimensão e a existência de classificação de títulos de dívida emitidos pela empresa e classificados por agências de rating.

Deve ainda destacar-se a metodologia de Hadlock e Pierce (2010) que usam a autoavaliação das empresas como medida de restrições financeiras, aliás como fizeram ainda, Becchetti e Trovato (2002) ou Savignac (2006). Isto é, estes autores perguntam às empresas se se sentem financeiramente restringidas e se sim, qual o seu grau; note-se que em alternativa

procuram essa informação nos Relatórios e Contas das empresas ou em variadas afirmações proferidas pelos gestores que dizem respeito à capacidade de financiamento da empresa.

De forma claramente diferenciada, Musso e Schiavo (2008) exploram informações provenientes de sete variáveis distintas: dimensão (ativos totais), rentabilidade (retorno sobre os ativos totais), liquidez (ativo corrente sobre passivo corrente), capacidade de gerar um cash-flow, solvência (fundos próprios sobre passivos totais), crédito comercial sobre ativos totais e capacidade de reembolso (dívida financeira sobre cash-flow). Desta forma criam um score de restrições financeiras multivariado e dinâmico. Para cada variável, empresa e ano, estes autores verificam qual a média dessa variável em termos do setor de atividade a que pertence essa empresa e em seguida, atribuem um número correspondente ao quintil de distribuição a que corresponde o valor da empresa face a essa média. A informação resultante para cada uma das sete variáveis (um número que varia entre 1 e 5) é depois colapsada num índice através da média aritmética simples. Na sequência desta inovação metodológica, Bellone et al. (2010) ou Silva (2011) também desenvolveram métodos similares para medir as restrições financeiras com base num índice multivariado.

Note-se que a escolha das variáveis de base para a avaliação das restrições financeiras foi feita devido a serem reconhecidas como significativas e correlacionadas com as restrições financeiras na literatura relevante. Esta medida de restrições financeiras contínua e variável no tempo é ao mesmo tempo um mecanismo de reconhecer a característica multifacetada deste fenómeno e conseguir captar diferentes graus de restrições financeiras, não se limitando a dividir as empresas em “restringidas e não restringidas”.

Desta breve revisão da literatura conexa, conclui-se que não há consenso sobre como medir as restrições financeiras, tratando-se portanto, de um conceito difícil de mensurar.

A outro nível e tendo em consideração a maioria da literatura teórica e empírica, verifica-se algum consenso sobre o facto de as restrições financeiras impedirem o crescimento e a internacionalização das empresas, mas são poucos os autores que explicam, noutra direção de causalidade, o porquê das exportações poderem vir a diminuir as restrições financeiras, melhorando a saúde financeira dos novos exportadores.

Relativamente à primeira das relações de causalidade, ou seja, as restrições financeiras impossibilitarem o crescimento e a internacionalização (restrições financeiras como “obstáculos” à internacionalização), são vários os autores a defenderem (teórica ou empiricamente) esta hipótese, por exemplo: Chaney (2005), Musso e Schiavo (2008) ou Bellone et al. (2010).

Chaney (2005) argumenta, que como há custos fixos associados à entrada em mercados externos, então se as empresas forem restringidas financeiramente só empresas com suficiente liquidez inicial estarão aptas para começarem a exportar. Para além disso, ele argumenta que as restrições financeiras devem ser consideradas para a decisão de exportação mas apenas para empresas que possuam uma elevada faixa de produtividade. O

raciocínio defendido por Chaney (2005) baseia-se em modelos de comércio internacional com empresas heterogêneas como os de Melitz (2003) ou Helpman, Melitz e Yeaple (2004) em que a participação e a entrada no mercado estrangeiro são determinadas pela produtividade. Chaney (2005) defende ainda que, para além das empresas terem que ter liquidez suficiente para começar a exportar, só as empresas mais produtivas e de maior dimensão, se tornam exportadoras, tal como, defendido por Bernard e Jensen (1999) ou Clerides, Lach e Tybout (1998). Acresce ainda que para Chaney (2005) as empresas que exportam para muitos mercados são mais produtivas do que aquelas que exportam para poucos mercados. No fundo, existe um efeito de causalidade entre as características existentes nas empresas (serem mais ou menos produtivas) e o seu “estado” de exportação (começarem a exportar ou não, exportarem para muitos ou poucos mercados, respetivamente).

Musso e Schiavo (2008) começam por concordar que as restrições financeiras dificultam as exportações mas, por outro lado, as restrições financeiras estão relacionadas com o crescimento da produtividade no curto prazo; ou seja, as empresas que apresentam restrições financeiras devem diminuir os custos de produção, com o intuito de obter recursos financeiros internos, uma vez que, dificilmente podem recorrer a fundos externos. Assim sendo, constata-se que devido à falta de financiamento externo, as empresas restringidas ficam obrigadas a aumentar a produtividade à força, o que faz com que as mesmas gerem mais cash-flow e, por conseguinte, consigam obter recursos suficientes para financiarem o(s) seu(s) investimento(s).

Bellone et al. (2010) também referem que as restrições financeiras constituem uma barreira ao início da exportação, porque a existência de custos elevados (que podem ser irrecuperáveis) para entrar em mercados de exportação faz com que as despesas originadas no início do processo não sejam acompanhadas pelas devidas receitas. Logo, somente as empresas que podem com sucesso superar este “investimento” podem tornar-se exportadoras. Segundo estes autores, quando há melhor acesso a recursos financeiros externos existe uma probabilidade das empresas começarem a exportar e uma redução do tempo de decisão por parte das empresas a atenderem clientes estrangeiros. Esta constatação tem implicações políticas pois na presença de mercados financeiros imperfeitos, pode ser necessário pedir auxílio ao Estado, para que este ajude empresas eficientes mas com restrições financeiras, a superarem os custos de entrada em mercados de exportação e a aumentarem as suas atividades no estrangeiro.

Em relação à segunda das relações de causalidade, ou seja os possíveis efeitos positivos do início das exportações sobre as restrições financeiras, são poucos os estudos que validam essa hipótese. Ganesh-Kumar, Sen e Vaidya (2001) ou Tornell e Westermann (2003), afirmam que a exportação é suscetível de abrir o acesso aos mercados financeiros internacionais, pelo menos aqueles referentes aos países de destino. Na mesma linha, Campa e Shaver (2002) ou Bridges e Guariglia (2008), sugerem que as empresas exportadoras devem, em princípio beneficiar de cash-flows mais estáveis, pois beneficiam da diversificação internacional nas suas vendas. Ganesh-Kumar, Sen e Vaidya (2001), Campa e Shaver (2002) ou Greenaway,

Guariglia e Kneller (2007) defendem ainda que vender em mercados internacionais ou ter acesso mais fácil a recursos financeiros externos, diminui as assimetrias de informação e as imperfeições de mercados financeiros, permitindo às empresas um melhor financiamento. Desta forma, estes autores referem que, os exportadores enfrentam menos restrições de liquidez que os não exportadores.

Em suma, no que respeita à discussão sobre a relação existente entre as “exportações e as restrições financeiras” nota-se que existe a hipótese de as exportações poderem exercer um efeito positivo na saúde financeira das empresas, quer diminuindo as assimetrias de informação, quer as imperfeições de mercados financeiros, permitindo assim às empresas obter um melhor financiamento externo. No entanto, como já referido, deve mencionar-se que a maioria dos estudos empíricos sobre esta matéria não consegue provar a existência de uma relação de causalidade sugerida, o que decorre devido à enorme variabilidade de metodologias usadas para fazer tal avaliação e à inadequação da maioria delas.

2. DADOS E MEDIDA DAS RESTRIÇÕES FINANCEIRAS

Neste capítulo descrevem-se os dados obtidos, as variáveis usadas e a metodologia aplicada na medição das restrições financeiras.

2.1. DESCRIÇÃO DOS DADOS E DAS PRINCIPAIS VARIÁVEIS

A análise empírica foi feita através do uso conjunto de duas bases de dados (no período 1996-2003) fornecidas pelo INE: uma referente a dados económico-financeiros e outra referente à atividade exportadora e importadora de empresas portuguesas. A base de dados referente a dados económico-financeiros proporciona informação das contas de balanço e de demonstrações de resultados das empresas no período de 1996-2003; é universal para empresas com mais de 100 trabalhadores e usa uma amostra significativa (segundo o INE) no caso restante. A base de dados sobre atividade exportadora e importadora é universal para as empresas internacionalizadas e informa sobre os produtos transacionados, quantidades, valores e mercados externos envolvidos. As duas bases de dados estão ligadas pelo número de contribuinte (fictício) de cada empresa.

As principais variáveis usadas neste estudo são: o número (n^o) de trabalhadores, o volume de negócios (VN), as exportações, o ativo total, o capital próprio total, o passivo total, o resultado líquido do exercício, os resultados extraordinários, as dívidas a terceiros de médio e longo prazo do passivo e as dívidas a terceiros de curto prazo do passivo.

Para cada ano, selecionaram-se as empresas cuja Classificação Portuguesa de Atividades Económicas (CAE) - Rev. 2 corresponde à secção D - Indústrias transformadoras, subsecção

DB - Indústria têxtil e divisão 17 - Fabricação de têxteis, uma vez que, o setor têxtil foi e é um dos pilares da economia portuguesa; este setor é atualmente representado por mais de sete mil empresas, sobretudo pequenas e médias, contribui fortemente para as exportações do “made in Portugal” e para a imagem externa das capacidades do nosso país.

2.2. ESCOLHA E JUSTIFICAÇÃO DA MEDIDA DAS RESTRIÇÕES FINANCEIRAS

A metodologia escolhida para a medição das restrições financeiras foi a proposta por Musso e Schiavo (2008), os quais (como já referido) exploraram informações provenientes de sete variáveis: dimensão (ativos totais), rentabilidade (retorno sobre os ativos totais), liquidez (ativo corrente sobre passivo corrente), capacidade de gerar um cash-flow, solvência (fundos próprios sobre passivos totais), crédito comercial sobre ativos totais e capacidade de reembolso (dívida financeira sobre cash-flow).

São várias as razões pelas quais, escolhemos a metodologia de Musso e Schiavo (2008). Em primeiro lugar, as variáveis apresentadas nesta metodologia são extremamente importantes e reconhecidas na literatura das restrições financeiras como estando relacionadas com dificuldades de financiamento. Em segundo lugar, é uma medida contínua e variável no tempo e, por conseguinte, conseguimos reconhecer a característica multifacetada deste fenómeno, bem como, captar diferentes graus de restrições financeiras. Em terceiro lugar, esta metodologia explora informações provenientes de sete variáveis e não apenas de uma única variável. Em quarto lugar, outros autores, tais como, Bellone et al. (2010) e Silva (2011) também já testaram esta metodologia, demonstrando a sua utilidade e eficiência.

No entanto, também sabemos que existem limitações relativamente à metodologia de Musso e Schiavo (2008); por um lado, não é totalmente claro qual o limiar do score financeiro que permite a definição de uma empresa restringida financeiramente; por outro lado, há alguma “arbitrariedade” na ponderação das diferentes variáveis que compõem o score. Para além disso, é de salientar que os autores usam indistintamente “má saúde financeira” e “restrições financeiras” e embora os dois conceitos estejam relacionados, não significam a mesma coisa. Uma empresa pode ser “asfixiada” financeiramente (má saúde financeira), mas como não tem investimentos em vista, não irá precisar de obter financiamento, logo, não estará restringida financeiramente; pelo contrário, pode até ter boa saúde financeira (liquidez e solvência adequadas) e ainda assim estar financeiramente restringida.

Em suma, escolhemos a metodologia de Musso e Schiavo (2008), pois verificamos que esta medida de restrições financeiras apresenta prós mais “fortes” do que as limitações que exhibe e de todas as metodologias referidas, é ainda aquela que nos parece mais exequível face aos dados de que dispomos.

2.3. MEDIÇÃO DO SCORE DA RESTRIÇÃO FINANCEIRA ÀS EMPRESAS ESTUDADAS

Antes de proceder ao cálculo da medida das restrições financeiras, a base de dados foi expurgada de observações com erros e dos 0,1% dos valores extremos observados para cada variável. Para cada empresa e ano, calculou-se cada uma das sete variáveis escolhidas, sendo a construção das mesmas feita como é apresentado na Tabela 1.

Tabela 1 – Variáveis usadas e Construção das Variáveis

Variáveis	Construção das Variáveis
Dimensão	Ativo Total
Rentabilidade do Ativo	Resultado Líquido do Exercício / Ativo Total
Liquidez Geral	Ativo Corrente / Passivo Corrente
Solvência	Capital Próprio Total / Passivo Total
Crédito Comercial sobre Ativo Total (obtido)	Dívidas a Terceiros de Curto Prazo (Passivo) / Ativo Total
Cash-Flow Operacional	Resultado Líquido do Exercício (Custos e Perdas) + Amortizações e Outros Ajustamentos de Valor efetuados aos Ativos (Amortizações e Provisões do Exercício) - (Proveitos Extraordinários - Custos Extraordinários)
Capacidade de Reembolso	Dívidas a Terceiros de Médio e Longo Prazo (Passivo) / Cash-Flow

No passo seguinte, calculou-se a média de cada indicador para cada ano, e dividiu-se o valor de cada indicador de cada empresa pela média do indicador respetivo (cálculo de cada rácio em percentagem). A seguir calcularam-se os quintis de distribuição para cada ano. Após este passo, atribuiu-se um nº score para cada indicador, empresa e ano, o qual varia de 1 a 5, sendo 1 referente ao menor rácio (1º quintil) e 5 respeitante ao maior rácio (5º quintil). Por fim, definiu-se o Score de Restrição Financeira fazendo uma média aritmética dos números scores referentes aos rácios financeiros depois de comparados com a média do setor e verificada a distribuição por quintis. Este score que pode variar entre 1 e 5 representa, portanto, a média da classificação de uma dada empresa, num dado ano, no que respeita aos diferentes quintis da distribuição das sete variáveis de base; neste sentido, quanto maior for o score, mais próxima a empresa está do 5º quintil na maioria dos indicadores e assim melhor é a sua situação financeira (menos restringida assume estar).

3. ANÁLISE EMPÍRICA DA RELAÇÃO EXISTENTE ENTRE AS EXPORTAÇÕES E AS RESTRIÇÕES FINANCEIRAS DAS EMPRESAS INDUSTRIAIS DO SETOR TÊXTIL

Nesta secção descreve-se a metodologia usada para testar as hipóteses em discussão e apresentam-se os resultados das regressões utilizadas.

3.1. METODOLOGIA

Inicialmente definem-se as empresas como pertencentes às seguintes categorias: “novas exportadoras”, “nunca exportadoras”, “sempre exportadoras”, “novas domésticas”, “não exportadoras” e “incertas”. A qualificação é feita da seguinte maneira: “nova exportadora”, uma empresa não exporta no ano anterior, exporta num determinado ano, e exporta pelo menos no ano seguinte. Neste sentido, pode-se considerar “exportadora” uma empresa que exporta pelo menos 10% do seu VN naquele ano; “nunca exportadora” é uma empresa que ou nunca exporta ou pelo menos nunca exporta mais de 10% do seu VN; “sempre exportadora”, uma empresa que sempre exporta ou que exporta, exceto num ano; “nova doméstica”, aquela que exporta pelo menos em 2 anos, mas num determinado ano deixa de exportar; “não exportadora”, exporta apenas num ano; e “incerta”, a que tendo-se tornado exportadora, perde o estatuto logo a seguir e volta a exportar. A cada empresa e de acordo com a qualificação atribuída, associa-se um código numérico que varia de 1 a 6, respetivamente. Em seguida, faz-se a junção do Score de Restrição Financeira de cada ano e de cada empresa na base de dados onde estão patentes os seis grupos de empresas. Por último, para cada grupo de empresas calcula-se a média e o desvio padrão do Score de Restrição Financeira no período de 1996-2003, (ver Tabela 2).

Como podemos verificar através da Tabela 2, as novas empresas exportadoras apresentam a maior média do Score de Restrição Financeira cujo valor é de 3,26, seguidas das sempre exportadoras (3,21) e das não exportadoras (3,07). As empresas que mostram menor média são, as incertas, as nunca exportadoras e as novas domésticas, cujos valores são (2,97), (2,94) e (2,90), respetivamente. Assim, como a maior média do Score de Restrição Financeira corresponde às novas empresas exportadoras, observa-se que as empresas que iniciam a atividade exportadora são empresas menos restringidas financeiramente.

Tabela 2 - Score de restrição financeira segundo o tipo de empresa

Tipo de Empresas	Score de Restrição Financeira (Média no período)	Score de Restrição Financeira (Desvio padrão)
1. Novas exportadoras	3,26	0,46
2. Nunca exportadoras	2,94	0,50
3. Sempre exportadoras	3,21	0,50
4. Novas domésticas	2,90	0,37
5. Não exportadoras	3,07	0,38
6. Incertas	2,97	0,55

Na verdade, de acordo com o Tabela 2, constata-se que as novas empresas exportadoras são as empresas menos restringidas financeiramente (maior score), mas não se sabe se porque já o eram antes de começarem a exportar; ou se porque efetivamente as restrições diminuem depois das empresas se tornarem exportadoras; ou ainda pelas 2 razões, em conjunto.

Nesse sentido, para se aprofundar a análise e testar as duas direções de causalidade foram produzidas algumas regressões estatísticas tentando-se verificar, por um lado, se as empresas que se vão tornando exportadoras, já eram antes de serem exportadoras, empresas com melhores "scores financeiros", ou seja, menos restringidas e/ou se, por outro lado, as empresas ao iniciarem a atividade de exportar, diminuem as restrições e melhoram a sua saúde financeira.

Para testar se as empresas menos restringidas financeiramente são mais propensas a começar a exportar, começamos por comparar ex-ante a saúde financeira para novos exportadores e exportadores (empresas sempre exportadoras) face a não exportadores. Tal comparação diz-nos se futuros exportadores foram (antes de se tornarem exportadores) financeiramente menos restritos do que os seus homólogos não exportadores. A comparação é feita com empresas pertencentes à mesma indústria (têxtil) e partilhando características semelhantes em termos de dimensão e eficiência. Esta lógica de abordagem econométrica é adaptada na sequência da literatura sobre o self-selection das empresas mais produtivas para a exportação (Bernard e Jensen, 1999).

Assim, em concreto, comparamos a saúde financeira (Score) de empresas não exportadoras e de empresas exportadoras 1, 2, 3 e 4 anos antes de estas começaram a exportar. Especificamente, a equação a testar é:

$$Score_{i,t-\delta} = \alpha + \beta_1 Exportado_{i,t} + \beta_2 Var.Control_{i,t-\delta} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Na equação (1), o Score é o score financeiro obtido pela metodologia antes explicada; α é a constante; β_1 e β_2 são parâmetros do modelo a estimar; “Exportador” é uma variável dummy para o estatuto exportador, assumindo o valor “1” quando a empresa se torna exportadora nesse ano e assumindo o valor “0” nos restantes casos; “Var.Control” corresponde a um conjunto de variáveis de controlo que incluem a Dimensão (medida pelo nº de trabalhadores) e o ano em causa; ε diz respeito ao erro; i indica cada uma das empresas da base de dados; δ assume valores numéricos do tipo 1, 2, 3, etc., os quais se referem ao número de anos posteriores a “t”; e t corresponde ao ano em que as empresas começaram a exportar (no caso de novas entradas na exportação), ao passo que, para empresas não exportadoras definimos t igual ao ano de mediana dessas empresas (solução semelhante é adotada em (ISGEP, 2008)).

É de salientar que a equação (1) não serve para testar relações de causalidade, mas sim para avaliar a significância do “prémio financeiro” antes da entrada nos mercados exportadores, isto é, serve para perceber até que ponto as empresas que exportam no ano t eram já menos restringidas financeiramente 1, 2, 3 e 4 anos antes de começarem a exportar. (ver Tabela 3).

Os resultados patentes na Tabela 3 sugerem que as empresas menos restringidas financeiramente tendem mais facilmente a tornarem-se exportadoras do que as empresas mais restringidas financeiramente.

Contudo, isto não exclui a possibilidade de que a internacionalização melhore a saúde financeira das empresas. Por esse motivo, resolvemos fazer um outro teste, no qual analisamos o resultado obtido com a internacionalização, ignorando a razão específica que o originou; ou seja, no caso, de se observar um efeito positivo da internacionalização sobre o score financeiro, não vamos discutir se isso decorre de uma diversificação de fontes de receitas ou do efeito de uma sinalização positiva para os mercados originada pela entrada nos mercados internacionais.

Para a realização deste teste, vamos usar a metodologia empírica usada por Bernard e Jensen (1999) para efeito da discussão do learning-by-exporting. A ideia é muito simples e consiste em realizar uma regressão em que a variação (em taxa de crescimento) do score financeiro é explicada pelo status de nova exportadora e por várias variáveis de controlo referentes às características iniciais da empresa.

De acordo com a revisão da literatura apresentada, nomeadamente, segundo autores como, Musso e Schiavo (2008), Silva e Carreira (2011) e Silva (2011), assumimos a ideia de que os exportadores podem desfrutar de um melhor acesso a fundos externos; então se a participação na exportação é benéfica, então devemos observar um diferencial na forma como

o score financeiro varia depois de as empresas exportadoras terem começado a servir mercados estrangeiros. Em termos práticos a amostra relevante para este teste é formada por uma subamostra feita de novas empresas internacionalizadas (entradas de exportação) e empresas puramente nacionais (não exportadoras). A equação a estimar é a seguinte:

$$Var.Score_{i,t+s} = \alpha + \beta Exportador_{i,t} + \delta Z_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Na equação (2), a Var. Score identifica a taxa de crescimento do score financeiro entre o ano t e o ano $t+s$ calculado como uma diferença de logaritmos (Log.) e é medido em unidades; α é a constante; Exportador é uma variável dummy para o estatuto exportador, assumindo o valor "1" se a empresa i se torna nova exportadora no ano t ; δ é um coeficiente a estimar; Z corresponde a um conjunto de variáveis de controlo, (neste caso, ao volume de negócios, à produtividade do trabalho e ao CAE); ε representa a variação de score que não é explicada pelo modelo; i indica cada uma das empresas da base de dados; s refere-se ao número de anos posteriores a " t " (pode assumir 1, 2, 3); e t corresponde ao primeiro ano de exportação para os novos exportadores e o ano mediano da observação para o caso de não exportadores. O coeficiente β representa o diferencial da taxa de crescimento do score financeiro das novas empresas exportadoras face às não exportadoras. Assim, se exportar for realmente benéfico para as empresas (do ponto de vista financeiro), então aquele coeficiente será significativamente diferente de zero (ver Tabela 4).

3.2. RESULTADOS

Conforme demonstrado na Tabela 3, em média, quando uma empresa se torna exportadora em t , apresenta em $t-1$ uma vantagem de 10,64% (em termos de score financeiro - saúde financeira) sobre outra que não se torna exportadora em t ; essa vantagem seria, em média de 11,06% em $t-2$; de 10,70% em $t-3$; e de 6,69% em $t-4$

Tabela 3 - Avaliação da significância do "prémio financeiro" antes da entrada nos mercados exportadores

	t-1	t-2	t-3	t-4
Futuro Exportador	0,1064*** (0,056)	0,1106*** (0,028)	0,1070*** (0,029)	0,0669** (0,032)
Dimensão	0,0008*** (0,00006)	0,0008*** (0,00006)	0,0007*** (0,00007)	0,0006*** (0,00006)
Constante (α)	-0,5287*** (0,124)	0,3502*** (0,1104)	0,219* (0,123)	0,278* (0,135)
R ²	0,12	0,12	0,11	0,09

Nota1: *** significa que o coeficiente é significativo a 1%; ** significa que o coeficiente é significativo a 5%; * significa que o coeficiente é significativo a 10%. O R2 mede a qualidade global do ajustamento

Nota2: Também foi usada como variável de controlo, o ano, revelando-se esta variável estatisticamente significativa e de coeficiente negativo.

Pelos resultados da regressão "demonstra-se" que antes de uma empresa se tornar exportadora, em média, já era menos restringida financeiramente, porque apresentava um maior score financeiro. Em suma, como quanto maior o score, menor a restrição financeira, com este teste de regressão fica sugerida a ideia de que a auto-seleção das menos restringidas financeiramente para a futura atividade exportadora existe mesmo.

Quanto às variáveis de controlo, neste caso, a dimensão da empresa e o ano, verifica-se que analisando o coeficiente associado à dimensão, pode dizer-se que, as empresas maiores (com maior dimensão) a tornarem-se futuras exportadoras apresentam um prémio financeiro superior face a empresas de menor dimensão e não é indiferente o ano concreto em causa.

Como se pode constatar na Tabela 4, os coeficientes β observados sugerem a existência de alguns efeitos positivos da internacionalização sobre o score financeiro, em especial, logo no 1º ano seguinte à entrada no mercado exportador.

Tabela 4 - Efeito da internacionalização sobre o score financeiro das Empresas do Setor Têxtil

Var.Explicada: Var.Score	Tx.crescim t+1 / t	Tx.crescim t+2 / t+1	Tx.crescim t+3 / t+2
Exp	0,0025* (0,0013)	0,0011 (0,0015)	0,0022 (0,0018)
Log Vol. Neg.	0,0007 (0,005)	0,0009 (0,006)	0,0007 (0,0007)
Log Produtividade	0,0016** (0,0008)	0,0008* (0,005)	0,001* (0,0006)
Contante (C)	-0,022*** (0,05)	-0,025*** (0,003)	-0,024*** (0,009)
R ²	0,08	0,07	0,07

Nota1: *** significa que o coeficiente é significativo a 1%; ** significa que o coeficiente é significativo a 5%; * significa que o coeficiente é significativo a 10%. O R2 mede a qualidade global do ajustamento.

Nota2: Também foi usada como variável de controlo, o ano, revelando-se esta variável estatisticamente significativa e de coeficiente negativo.

Após o início da atividade exportadora, as empresas em causa conseguem um diferencial positivo estatisticamente significativo de cerca de 0,0025 unidades face a empresas não exportadoras. Assim sendo, o valor de 0,0025 (valor patente na segunda coluna) significa que uma empresa exportadora, em média, aumenta o diferencial de score em 0,0025 unidades, quando passa de não exportadora a exportadora (*ceteris paribus*), ou seja, pelo menos no primeiro ano face à entrada na exportação, a saúde financeira das empresas industriais portuguesas do setor têxtil que se tornam exportadoras melhora por comparação com a saúde financeira das que se mantêm domésticas. Por outro lado, fica também claro através desta tabela, que as empresas com maior produtividade inicial (no ano de exportação) são também as que conseguem melhorar de forma mais evidente o seu score financeiro.

Estes factos sugerem o que Chaney (2005) defende, ou seja, que para além das empresas terem que ter liquidez suficiente para começar a exportar, só as empresas mais produtivas se tornam exportadoras. Contudo, não se detetaram efeitos significativos da dimensão das empresas na explicação da variação do score financeiro, através da variável log VN.

4. CONCLUSÕES

Na sequência do estudo agora produzido, verificamos que as novas empresas exportadoras são as empresas menos restringidas financeiramente, isto é, aquelas que apresentam maior score de Restrição Financeira.

Para além disso, as evidências agora encontradas sugerem ainda que as novas empresas exportadoras são empresas menos restringidas financeiramente mesmo antes de se tornarem exportadoras pela primeira vez. Assim sendo, pode concluir-se, com os dados disponíveis, que as empresas menos restringidas financeiramente são as mais propensas a começar a exportar, o que serviu para avaliar que as restrições financeiras são um entrave à capacidade exportadora. Da análise produzida notou-se ainda que as exportações parecem melhorar a saúde financeira das empresas têxteis portuguesas pelo menos no curto prazo.

Estas conclusões vêm no seguimento de outras investigações que concluíram serem as empresas com maior produtividade inicial que conseguem começar a exportar e melhorar, de forma mais evidente, o seu score financeiro. Se estas “constatações” vierem a ser confirmadas por novos estudos para novos setores e outros períodos temporais, isso poderá ser importante para reforçar as decisões políticas de apoio ao setor exportador.

Por fim, deve reconhecer-se que existem limitações no estudo produzido; por um lado, devido à reduzida dimensão da base de dados não é possível continuar esta análise para além dos 3 anos após a entrada nos mercados exportadores, nem distinguir os eventuais efeitos diferenciados eventualmente associados a diferentes mercados de destino das vendas, o que seria interessante para um estudo posterior; por outro lado, este estudo nada adianta sobre os

canais através dos quais a internacionalização melhora a situação financeira das empresas, ou seja, não temos meios de avaliar se os eventuais benefícios financeiros decorrentes da internacionalização são o resultado de uma diferenciação de fontes de receitas ou de um efeito de sinalização para os mercados produzindo uma redução da assimetria de informação com as inerentes vantagens no processo de financiamento. Além do mais deve reconhecer-se que o ajustamento estatístico das regressões dos modelos é pobre e, por essa razão, os modelos usados não têm adequado poder explicativo da realidade estudada; desta forma, estudos posteriores devem, com a inclusão de outras variáveis explicativas (nomeadamente a antiguidade da empresa, o nível de intensidade capitalística da empresa e a qualidade da equipa de gestão), procurar aumentar a qualidade do ajustamento do modelo para valores superiores.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALMEIDA, H., CAMPELLO, M. AND WEISBACH, M. (2004). THE CASH FLOW SENSITIVITY OF CASH. *JOURNAL OF FINANCE*, 59 (4), pp: 1777-1804;
- BECCHETTI, L. AND TROVATO, G. (2002). THE DETERMINANTS OF GROWTH OF SMALL AND MEDIUM SIZED FIRMS. THE ROLE OF THE AVAILABILITY OF EXTERNAL FINANCE. *SMALL BUSINESS ECONOMICS*, 19 (4), pp: 291-306;
- BELLONE, F., MUSSO P., NESTA L. AND SCHIAVO, S. (2010). FINANCIAL CONSTRAINTS AND FIRM EXPORT BEHAVIOUR. *THE WORLD ECONOMY*, 33 (3), pp. 347-373;
- BERNARD A. AND JENSEN J. (1999). EXCEPTIONAL EXPORTER PERFORMANCE: CAUSE, EFFECT OR BOTH? *JOURNAL OF INTERNATIONAL ECONOMICS*, 47 (1), pp. 1-25;
- BOND, S. AND MEGHIR, C. (1994) DYNAMIC INVESTMENT MODELS AND THE FIRM'S FINANCIAL POLICY. *REVIEW OF ECONOMIC STUDIES*, 61 (2), pp: 197-222;
- BRIDGES, S. AND GUARIGLIA, A. (2008). FINANCIAL CONSTRAINTS, GLOBAL ENGAGEMENT, AND FIRM SURVIVAL IN THE UNITED KINGDOM: EVIDENCE FROM MICRO DATA. *SCOTTISH JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY*, 55 (4), pp: 444-464;
- BROLL, U. AND WAHL, J. (2011). LIQUIDITY CONSTRAINED EXPORTERS AND TRADE. *ECONOMICS LETTERS*, 111 (1), pp: 26-29;
- CAMPA, J. AND SHAVER J. (2002). EXPORTING AND CAPITAL INVESTMENT: ON THE STRATEGIC BEHAVIOR OF EXPORTERS. *RESEARCH PAPERS*, N.º 469, IESE BUSINESS SCHOOL;
- CHANEY, T., (2005). LIQUIDITY CONSTRAINED EXPORTERS. *WORKING PAPER*, UNIVERSITY OF CHICAGO;
- CLERIDES, S., LACH, S. AND TYBOUT, J. (1998). IS LEARNING BY EXPORTING IMPORTANT? MICRODYNAMIC EVIDENCE FROM COLOMBIA, MEXICO AND MOROCCO. *QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS*, 113 (3), pp. 903-948;
- DEVEREUX, M. AND SCHIANTARELLI, F. (1990). INVESTMENT, FINANCIAL FACTORS AND CASH FLOW: EVIDENCE FROM U.K. PANEL DATA, IN HUBBARD, G., ED., *INFORMATION, CAPITAL MARKETS AND INVESTMENT*. UNIVERSITY OF CHICAGO PRESS, pp: 279-306;
- FAZZARI, S., HUBBARD, R. AND PETERSEN, B. (1988). FINANCING CONSTRAINTS AND CORPORATE INVESTMENT. *BROOKINGS PAPERS ON ECONOMIC ACTIVITY*, 0 (1), pp: 141-195;
- GANESH-KUMAR, A., SEN K. AND VAIDYA R. (2001). OUTWARD ORIENTATION, INVESTMENT AND FINANCE CONSTRAINTS: A STUDY OF INDIAN FIRMS. *JOURNAL OF DEVELOPMENT STUDIES*, 37 (4), pp. 133-149;

- GREENAWAY, D., GUARIGLIA, A. AND KNELLER, R. (2007). FINANCIAL FACTORS AND EXPORTING DECISIONS. *JOURNAL OF INTERNATIONAL ECONOMICS*, 73 (2), pp. 377-395;
- GILCHRIST, S. AND HIMMELBERG, C. (1995). EVIDENCE ON THE ROLE OF CASH FLOW FOR INVESTMENT. *JOURNAL OF MONETARY ECONOMICS*, 36 (3), pp: 541-572;
- HADLOCK, C. AND PIERCE, J. (2010). NEW EVIDENCE ON MEASURING FINANCIAL CONSTRAINTS: MOVING BEYOND THE KZ INDEX. *REVIEW OF FINANCIAL STUDIES*, 23 (5), pp. 1909-1940;
- HELPMAN, E., MELITZ, M. AND YEAPLE, S. (2004). EXPORT VERSUS FDI WITH HETEROGENEOUS FIRMS. *AMERICAN ECONOMIC REVIEW*, 94 (1), pp: 300-316;
- HUBBARD, R., KASHYAP, A. AND WHITED T. (1995). INTERNAL FINANCE AND FIRM INVESTMENT. *JOURNAL OF MONEY, CREDIT AND BANKING*, 27 (3), pp: 683-701;
- INTERNATIONAL STUDY GROUP ON EXPORT AND PRODUCTIVITY, (ISGEP). (2008). UNDERSTANDING CROSS-COUNTRY DIFFERENCES IN EXPORTER PREMIA: COMPARABLE EVIDENCE FOR 14 COUNTRIES. *REVIEW OF WORLD ECONOMICS*, 144 (4), pp: 596-635;
- KAPLAN, S. AND ZINGALES, L. (1997). DO INVESTMENT CASH-FLOW SENSITIVITIES PROVIDE USEFUL MEASURES OF FINANCING CONSTRAINTS. *QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS*, 122 (1), pp. 169-215;
- MANOVA, K. (2010). CREDIT CONSTRAINTS, HETEROGENEOUS FIRMS, AND INTERNATIONAL TRADE. *WORKING PAPERS 14531, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, (2010 VERSION)*;
- MELITZ, M. (2003). THE IMPACT OF TRADE ON INTRA-INDUSTRY REALLOCATIONS AND AGGREGATE INDUSTRY PRODUCTIVITY. *ECONOMETRICA*, 71 (6), pp.1695-1725;
- MODIGLIANI, F. AND MILLER, M. (1958). THE COST OF CAPITAL, CORPORATION FINANCE AND THE THEORY OF INVESTMENT. *AMERICAN ECONOMIC REVIEW*, 48 (3), pp: 261-297;
- MUSSO, P. AND SCHIAVO, S. (2008). THE IMPACT OF FINANCIAL CONSTRAINTS ON FIRM SURVIVAL AND GROWTH. *JOURNAL OF EVOLUTIONARY ECONOMICS*, 18 (2), pp. 135-149;
- SAVIGNAC, F. (2006). THE IMPACT OF FINANCIAL CONSTRAINTS ON INNOVATION: EVIDENCE FROM FRENCH MANUFACTURING FIRMS; *CAHIERS DE LA MAISON DES SCIENCES ECONOMIQUES v06042, UNIVERSITÉ PANTHÉON-SORBONNE (PARIS 1)*;
- SILVA, A. (2011). FINANCIAL CONSTRAINTS AND EXPORTS: EVIDENCE FROM PORTUGUESE MANUFACTURING FIRMS. *INTERNATIONAL JOURNAL OF ECONOMIC SCIENCES AND APPLIED RESEARCH*, 4 (3), pp. 7-19;
- SILVA, F. AND CARREIRA, C. (2011). FINANCIAL CONSTRAINTS, EXPORTS AND MONETARY INTEGRATION - FINANCIAL CONSTRAINTS AND EXPORTS: AN ANALYSIS OF PORTUGUESE FIRMS DURING THE EUROPEAN MONETARY INTEGRATION. *GEE WORKING PAPERS N.º 39, OFFICE OF STRATEGY AND RESEARCH, MINISTRY OF ECONOMY AND INNOVATION, COIMBRA: GEMF, UNIVERSITY OF COIMBRA - FACULTY OF ECONOMICS*;
- TORNELL, A. AND WESTERMANN, F. (2003). CREDIT MARKET IMPERFECTIONS IN MIDDLE INCOME COUNTRIES. *WORKING PAPERS N.º 9737, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH*.