FGV EBAPE

Revista de GESTÃO dos Países de Língua Portuguesa

Artigo

Resiliência empresarial através da gestão estratégica da liquidez nas PME portuguesas

PAULO ALCARVA [1 2 *]

* Autor Correspondente
[1] Universidade Técnica do Porto, Faculdade de Ciências Empresariais do Porto, Porto, Portugal
[2] Universidade Técnica do Porto, Centro de Estudos Organizacionais e Sociais, Porto, Portugal

Resumo

Com base num painel de 1,250 PME portuguesas entre 2015 e 2023, este estudo avalia de que forma diferentes posições de liquidez (disponibilidades, rácios de liquidez corrente e eficiência do capital circulante) estão associadas à sobrevivência das empresas, à rentabilidade e à capacidade de serviço da dívida durante e após choques económicos. Recorrendo a modelos de regressão de painel dinâmico (System-GMM), isolamos o efeito das reservas de liquidez nos resultados das empresas, controlando por dimensão da empresa, setor, alavancagem e indicadores de governação. As nossas conclusões sugerem que níveis de liquidez mais elevados antes da crise aumentaram significativamente a probabilidade de continuidade operacional durante a COVID-19 e promoveram uma recuperação mais rápida das receitas nos anos subsequentes. O estudo contribui para a crescente literatura sobre resiliência financeira na periferia europeia e oferece perspetivas práticas para gestores de PME e decisores políticos sobre a importância estratégica das reservas de liquidez, não só como amortecedor, mas também como instrumento prospectivo de competitividade. Os resultados têm implicações para os organismos reguladores e bancos de desenvolvimento na definição de mecanismos de apoio à liquidez e de quadros de acesso ao crédito para as PME em Portugal.

Palavras-chave: gestão da liquidez, resiliência financeira, PME portuguesas, capital de exploração, resposta à crise.

Submetido em 07 de junho de 2025 e aceito em 09 de setembro de 2026.
DOI: https://doi.org/10.12660/rgplp.v25.2026.93610

CC BY

Corporate resilience through strategic liquidity management in Portuguese SMEs

Abstract

Drawing on a panel of 1,250 Portuguese SMEs between 2015 and 2023, this study evaluates how different liquidity positions (cash holdings, current ratios, working capital efficiency) are associated with firm survival, profitability, and debt servicing capacity during and after economic shocks. Using dynamic panel regression models (System-GMM), we isolate the effect of liquidity buffers on firm outcomes, controlling for firm size, sector, leverage, and governance indicators. Our findings suggest that higher pre-crisis liquidity levels significantly increased the probability of operational continuity during COVID-19 and fostered faster revenue recovery in subsequent years. The study contributes to the growing literature on financial resilience in the European periphery and offers practical insights for SME managers and policymakers on the strategic importance of liquidity reserves, not only as a buffer but as a forward-looking instrument of competitiveness. The results carry implications for regulatory bodies and development banks in shaping liquidity support mechanisms and credit access frameworks for SMEs in Portugal.

Keywords: liquidity management, financial resilience, portuguese SMEs, working capital, crisis response.

Resiliencia empresarial mediante la gestión estratégica de la liquidez en las pymes portuguesas

Resumen

A partir de una muestra de 1.250 pymes portuguesas entre 2015 y 2023, este estudio evalúa cómo las diferentes posiciones de liquidez (saldo de caja, ratios de liquidez, eficiencia del capital circulante) se relacionan con la supervivencia de las empresas, su rentabilidad y su capacidad para hacer frente al servicio de la deuda durante y después de las crisis económicas. Mediante modelos de regresión de panel dinámicos (System-GMM), aislamos el efecto de las reservas de liquidez en los resultados de las empresas, controlando variables como el tamaño de la empresa, el sector, el apalancamiento y los indicadores de gobernanza. Nuestros resultados sugieren que unos niveles de liquidez más elevados antes de la crisis aumentaron significativamente la probabilidad de continuidad operativa durante la COVID-19 y favorecieron una recuperación más rápida de los ingresos en los años posteriores. El estudio contribuye a la creciente bibliografía sobre la resiliencia financiera en la periferia europea y ofrece perspectivas prácticas para los directivos de pymes y los responsables políticos sobre la importancia estratégica de las reservas de liquidez, no solo como colchón, sino como instrumento prospectivo de competitividad. Los resultados tienen implicaciones para los organismos reguladores y los bancos de desarrollo a la hora de configurar mecanismos de apoyo a la liquidez y marcos de acceso al crédito para las pymes en Portugal.

Palabras clave: gestión de la liquidez, resiliencia financiera, pymes portuguesas, capital circulante, respuesta ante crisis.

CC BY

INTRODUÇÃO

As pequenas e médias empresas (PME) constituem a espinha dorsal da economia portuguesa, representando mais de 99% das empresas ativas e cerca de 70% do emprego no setor privado, segundo o Instituto Nacional de Estatística (INE, 2025). Apesar da sua relevância económica, as PME são estruturalmente mais vulneráveis a choques exógenos do que as grandes empresas, devido ao acesso restrito ao crédito, às reservas financeiras limitadas e a estruturas de governação pouco desenvolvidas. A disrupção económica provocada pela pandemia de COVID-19 e, mais recentemente, as pressões inflacionistas decorrentes da instabilidade energética e das cadeias de abastecimento vieram sublinhar a importância crítica da resiliência financeira das PME. Contudo, embora vários estudos tenham examinado o impacto da alavancagem, da rentabilidade e da dimensão das empresas na sobrevivência das PME (Carvalho & Ribeiro, 2022; Farinha et al., 2019), a dimensão estratégica da gestão da liquidez tem recebido atenção académica insuficiente no contexto português.

A liquidez, definida em sentido lato como a capacidade de uma empresa para cumprir as suas obrigações de curto prazo, tem sido tradicionalmente encarada como uma medida de precaução passiva. No entanto, a literatura emergente sugere que a liquidez, em particular sob a forma de reservas de caixa discricionárias e de um capital circulante otimizado, pode desempenhar um papel proativo na configuração da resiliência e da agilidade das empresas (Bates et al., 2009). Tal é particularmente relevante para as PME que operam em economias periféricas como Portugal, onde a intermediação financeira é mais conservadora e as restrições informais ao crédito são prevalecentes. Compreender de que forma as reservas de liquidez e as estratégias financeiras de curto prazo afetam o desempenho em períodos de crise tem, assim, não apenas interesse académico, mas também importância prática para decisores políticos e gestores de PME.

O presente artigo investiga a relação entre a gestão da liquidez e a resiliência financeira das PME portuguesas no período de 2015 a 2023, abrangendo as fases anterior e posterior à pandemia. Com base em dados ao nível da empresa provenientes da base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos) e recorrendo a modelos de painel dinâmico, o estudo avalia se as empresas com maior liquidez antes da crise da COVID-19 apresentaram maior probabilidade de sobreviver, recuperar receitas e manter a rentabilidade nos anos que se seguiram ao choque. Adicionalmente, a análise examina o poder preditivo da eficiência do capital circulante face a métricas estáticas de liquidez, como o rácio de liquidez corrente ou o rácio entre disponibilidades e ativo total.

Ao centrar a análise na liquidez enquanto alavanca financeira estratégica, e não como mera salvaguarda passiva, este estudo contribui para a ainda escassa literatura sobre gestão financeira das PME no Sul da Europa. Responde igualmente aos apelos recentes da literatura financeira no sentido de uma compreensão mais fina da forma como as decisões financeiras de curto prazo interagem com os resultados de desempenho de longo prazo em condições de incerteza. Os resultados deverão permitir formular recomendações fundamentadas em evidência para o planeamento financeiro das PME e para o desenho de políticas públicas, em particular no contexto de agendas de desenvolvimento económico centradas na resiliência.

O restante artigo está estruturado da seguinte forma: a seção 2 revê a literatura teórica e empírica relevante sobre liquidez e resiliência; a seção 3 descreve a abordagem metodológica, incluindo as fontes de dados e a especificação do modelo; a seção 4 apresenta e discute os principais resultados empíricos; por fim, a seção 5 apresenta as considerações finais, as implicações práticas e sugestões para investigação futura.

ENQUADRAMENTO TEÓRICO E REVISÃO DA LITERATURA

Resiliência financeira em finanças empresariais

O conceito de resiliência financeira emergiu como tema central na interseção entre a economia financeira e a teoria organizacional, em particular no contexto de choques sistémicos e de turbulência económica. Em sentido lato, a resiliência financeira designa a capacidade de uma empresa para manter ou recuperar rapidamente a sua saúde financeira na sequência de perturbações externas (Pal et al., no prelo). Abrange não apenas a sobrevivência, mas também a adaptabilidade, a continuidade e a capacidade de recuperar ou até de prosperar após as crises (Battisti et al., 2019).

Embora a resiliência tenha sido tradicionalmente estudada em quadros macroeconómicos ou ecológicos, a sua aplicação às finanças empresariais é mais recente e matizada. No contexto das PME, a resiliência é especialmente relevante, atendendo às vulnerabilidades estruturais destas empresas. As PME operam frequentemente com acesso limitado a capitais de longo prazo, suportam custos de financiamento mais elevados e registam maior volatilidade dos fluxos de caixa do que as empresas de maior dimensão (Berger & Udell, 2006). Consequentemente, a resiliência financeira das PME não é apenas uma questão de solidez patrimonial, mas também de agilidade financeira, ou seja, da capacidade de mobilizar recursos líquidos de forma flexível e de proceder a ajustamentos operacionais rápidos quando necessário.

Diversos quadros teóricos informam a compreensão académica da resiliência financeira. Entre eles, a Visão Baseada nos Recursos (RBV) concetualiza a resiliência como função da dotação de recursos e das capacidades dinâmicas, em particular na gestão de alavancas financeiras fundamentais como a liquidez, o acesso ao crédito e as despesas operacionais. Adicionalmente, a Teoria das Capacidades Dinâmicas posiciona a resiliência não como um atributo estático, mas como a capacidade de reconfigurar os processos financeiros em resposta às mudanças do meio envolvente (Teece, 2007). Esta ancoragem teórica sustenta o argumento central do presente artigo: a liquidez, quando gerida de forma ativa, constitui não só uma reserva financeira, mas também uma fonte de flexibilidade estratégica em tempos de crise.

A gestão da liquidez como variável estratégica

A liquidez ocupa há muito uma posição paradoxal na teoria financeira. Por um lado, a teoria keynesiana encara as disponibilidades como uma medida de precaução, isto é, um meio de proteção contra a incerteza e os atritos transacionais (Keynes, 1936). Por outro, as teorias modernas de finanças empresariais têm procurado equilibrar os benefícios da liquidez com os respetivos custos de oportunidade, em particular no que respeita ao retorno dos investimentos e aos conflitos de agência.

Segundo a Teoria do *Trade-Off*, as empresas ponderam os benefícios da liquidez, como a redução dos custos de transação e do risco de dificuldades financeiras, face aos respetivos custos, incluindo a menor remuneração da caixa ociosa e o risco de utilização indevida por parte dos gestores (Jensen, 1986). A Teoria da Hierarquia das Fontes de Financiamento, ou Pecking Order Theory (Myers & Majluf, 1984), enfatiza, por sua vez, as assimetrias de informação enfrentadas pelas empresas, sugerindo que os fundos internos (incluindo resultados retidos e disponibilidades) são preferidos

ao financiamento por dívida e por capitais próprios. Assim, a liquidez é encarada simultaneamente como reserva de valor e como reserva estratégica que permite o autofinanciamento das empresas perante imperfeições do mercado de capitais.

Os estudos empíricos têm demonstrado de forma consistente que as empresas com maiores reservas de caixa tendem a investir mais durante as recessões e apresentam maiores probabilidades de sobrevivência em crises sistémicas (Almeida et al., 2004; Bates et al., 2009). Não obstante, investigação recente começou a questionar a visão puramente precaucional da liquidez. Por exemplo, Duchin et al. (2010) demonstram que as empresas com maiores reservas de liquidez realocaram capital de forma mais dinâmica na sequência da crise de 2008, o que sugere uma utilização proativa da liquidez como meio de reconfiguração do capital.

Para além de indicadores agregados de liquidez, como o rácio de caixa ou o rácio de liquidez corrente, um conjunto crescente de estudos tem enfatizado o papel da gestão do capital circulante como determinante do desempenho financeiro. Uma gestão eficiente do capital circulante reduz a necessidade de financiamento externo, melhora a eficiência operacional e aumenta a rentabilidade (Garcia-Teruel & Martinez-Solano, 2007).

A eficiência do capital circulante é tipicamente medida através de rácios de rotação: rotação de inventários, rotação de contas a receber e ciclo de conversão de caixa. Estes indicadores refletem a eficácia com que uma empresa gere o seu ciclo operacional e a liquidez imobilizada nas operações correntes. As PME, em particular, beneficiam de ciclos de conversão de caixa mais curtos, uma vez que estes reduzem a dependência do financiamento externo e aumentam a capacidade de resposta às alterações do mercado.

Embora o capital circulante seja frequentemente analisado em períodos de estabilidade económica, estudos recentes demonstraram que as políticas dinâmicas de capital circulante também contribuem para a resiliência. As empresas que ajustam ativamente as suas políticas de crédito, renegoceiam prazos de pagamento e gerem o risco de inventário durante as crises tendem a apresentar melhor desempenho após a perturbação (Aktas et al., 2015). Assim, a gestão do capital circulante deve ser encarada não apenas como um motor de desempenho, mas também como um mecanismo tático de liquidez em condições de incerteza.

Liquidez e resiliência perante choques económicos

Os períodos de crise económica, como a crise financeira global de 2008, a crise das dívidas soberanas da área do euro e, mais recentemente, a pandemia de COVID-19, desencadearam um forte aumento da investigação empírica centrada na resiliência empresarial. Uma conclusão consistente desta literatura é a de que as reservas de liquidez melhoram significativamente as probabilidades de sobrevivência, a continuidade do desempenho e a recuperação das empresas após a crise (Campello et al., 2010; Carletti et al., 2022). Contudo, estudos recentes começaram a refinar esta relação, revelando que a forma, o momento e a utilização estratégica da liquidez são tão importantes quanto a sua disponibilidade.

Durante a crise financeira de 2008, as empresas com elevadas disponibilidades revelaram maior probabilidade de manter os níveis de investimento e de emprego, de aproveitar oportunidades de aquisição e de evitar situações de dificuldade financeira. Por exemplo, Duchin et al. (2010) concluíram que as empresas com maiores disponibilidades antes da crise aumentaram o investimento num contexto de restrição dos mercados de crédito, o que indica que a liquidez pode funcionar como um

ativo estratégico contracíclico. De forma semelhante, Campello et al. (2010) demonstraram que as empresas com liquidez limitada adotaram medidas de redução de custos mais drásticas, incluindo despedimentos e alienação de ativos, que comprometeram a sua competitividade a longo prazo.

Este padrão foi replicado, e nalguns casos amplificado, durante a crise da COVID-19. A pandemia provocou uma interrupção súbita e severa dos fluxos de caixa, em particular para as PME de setores dependentes da mobilidade física e da interação com os consumidores. Neste contexto, a liquidez não foi apenas uma almofada financeira, mas um determinante da solvência imediata. Carletti et al. (2022), com base em dados de empresas italianas, mostraram que as empresas com restrições de liquidez apresentavam uma probabilidade significativamente maior de suspender a atividade, incumprir as suas obrigações ou reduzir o número de trabalhadores. Chetty et al. (2020), analisando dados empresariais dos EUA em tempo real, confirmaram que a escassez de liquidez foi um dos principais fatores de encerramento de PME nos primeiros meses da pandemia, frequentemente independentemente da viabilidade ou da rentabilidade de longo prazo.

Investigação mais recente veio realçar o papel do comportamento dos gestores e da qualidade da liquidez. Bennett e Chatterji (2023) argumentam que o efeito da liquidez sobre a resiliência depende da capacidade de antecipação estratégica: as empresas que tinham políticas de liquidez estabelecidas, mantinham acesso a crédito renovável e monitorizavam ativamente os rácios de liquidez obtiveram melhor desempenho do que as empresas que detinham reservas elevadas, mas não geridas. Esta evidência sustenta a ideia de que a liquidez enquanto indicador estático (por exemplo, o rácio de caixa) é insuficiente; os mecanismos através dos quais a liquidez é mantida e mobilizada são determinantes.

No contexto europeu, Parra e Winter (2022) examinaram a relação entre as disponibilidades e o desempenho na recuperação de PME do Sul e do Leste da Europa. Concluíram que as empresas com níveis moderados de caixa (em relação aos custos operacionais) apresentavam maior probabilidade de retomar os níveis de investimento e de emprego anteriores à crise num prazo de 12 a 18 meses após o choque inicial. Contudo, reservas de caixa excessivamente elevadas estavam associadas a menores ganhos de produtividade, possivelmente devido a uma gestão excessivamente cautelosa ou a oportunidades de reinvestimento desperdiçadas. Esta evidência está em linha com os efeitos não lineares da liquidez, anteriormente sugeridos por Opler et al. (1999), e reforça a necessidade de considerar limiares específicos ao contexto na definição da política de liquidez.

Além disso, o enquadramento das políticas públicas influencia também a medida em que a liquidez contribui para a resiliência. Por exemplo, Kaya (2022) concluiu que as empresas com acesso a mecanismos públicos de apoio à liquidez (como empréstimos com garantia pública ou apoios à manutenção do emprego) apresentavam uma probabilidade significativamente maior de converter a liquidez em continuidade operacional. Tal sugere que o papel da liquidez na resiliência não pode ser dissociado do ecossistema institucional e macroeconómico em que as empresas operam.

Por fim, o trabalho de Bunea et al. (no prelo) incide especificamente sobre as PME das economias periféricas da UE, incluindo Portugal, e evidencia que as empresas com práticas formais de planeamento da liquidez (por exemplo, orçamentação de tesouraria e testes de esforço) revelaram maior capacidade de adaptação e de continuidade do negócio. O estudo conclui que a liquidez não é apenas uma questão de quanto dinheiro é detido, mas de quão bem está integrada na governação financeira e na tomada de decisões operacionais.

Em síntese, enquanto a literatura tradicional enfatizou a quantidade de liquidez, a investigação posterior a 2020 privilegia a estratégia de liquidez: as políticas, os instrumentos e os quadros de gestão que regem a acumulação e a mobilização dos ativos líquidos. Estes resultados sugerem que

a resiliência financeira é reforçada não apenas pela detenção de recursos líquidos, mas pela sua gestão enquanto capacidade nuclear no âmbito da estratégia financeira da empresa. Importa, porém, sublinhar que este consenso não é incontestado: a base empírica assenta esmagadoramente em PME de média dimensão ou orientadas para o crescimento, dotadas de gestão profissional, o que levanta questões de validade externa face à elevada heterogeneidade da população de PME das economias periféricas. Permanece em aberto, enquanto questão empírica, se o planeamento formalizado da liquidez é operacionalmente relevante para microempresas geridas pelos próprios proprietários e com literacia financeira limitada.

Evidência de Portugal e do Sul da Europa

Apesar da crescente literatura internacional sobre liquidez e resiliência empresarial, os estudos centrados em Portugal continuam a ser escassos. Ferreira e Vilela (2004) realizaram uma das primeiras investigações sobre as disponibilidades das empresas em Portugal, concluindo que as empresas portuguesas tendem a deter reservas de caixa inferiores às das suas congéneres dos Estados Unidos, em grande medida devido à influência do financiamento de base bancária e das estruturas institucionais.

Outros estudos salientam que as PME das economias periféricas europeias enfrentam restrições estruturais de liquidez adicionais, decorrentes de práticas bancárias rígidas, da utilização limitada dos mercados de capitais e de ecossistemas financeiros menos desenvolvidos (European Central Bank, 2022). Subsiste, contudo, uma lacuna assinalável na compreensão da forma como as PME portuguesas gerem estrategicamente a liquidez na preparação e na resposta a crises económicas. Em concreto, pouco se sabe sobre o contributo da eficiência do capital circulante para a recuperação após a crise ou sobre se as reservas de liquidez influenciam o desempenho de longo prazo para além da mera sobrevivência. É igualmente de notar que a investigação lusófona sobre este tema permanece escassa: os trabalhos sobre PME brasileiras e sobre microempresas em Angola e Moçambique documentam constrangimentos institucionais (concentração bancária, mercados de capitais pouco desenvolvidos e elevada informalidade) estruturalmente análogos aos observados em Portugal. O alargamento da investigação comparada a estas economias poderá enriquecer o enquadramento teórico da liquidez e da resiliência em sistemas financeiros periféricos e dependentes do crédito bancário.

Hipóteses de investigação

Com base na literatura revista e nas lacunas empíricas identificadas, o presente estudo formula as seguintes hipóteses:

- H1: As PME portuguesas com níveis de liquidez mais elevados antes da crise apresentam maior resiliência financeira durante e após choques económicos.
- H2: Uma maior eficiência do capital circulante está positivamente associada à rentabilidade das PME no período posterior à crise.
- H3: A utilização estratégica da liquidez (reservas de caixa e gestão eficiente do ativo corrente) aumenta a probabilidade de sobrevivência das empresas durante perturbações sistémicas.

Embora H1 e H3 possam parecer concetualmente próximas, são analiticamente distintas: H1 incide sobre a quantidade de liquidez antes da crise enquanto preditor da resiliência financeira global (um constructo multidimensional), ao passo que H3 se centra na composição estratégica dos instrumentos de liquidez enquanto determinante do resultado binário de sobrevivência da empresa. As duas hipóteses operam, assim, em níveis distintos de operacionalização, permitindo testes empíricos complementares e não redundantes.

Estas hipóteses serão testadas empiricamente com recurso a um painel de PME portuguesas entre 2015 e 2023, sendo a resiliência operacionalizada através de múltiplos indicadores de desempenho.

METODOLOGIA

Desenho da investigação

O presente estudo adota um desenho de investigação quantitativo e longitudinal, com dados em painel, para examinar a relação entre as práticas de gestão da liquidez e a resiliência financeira das PME portuguesas. A abordagem em painel é particularmente adequada para captar a dinâmica das empresas ao longo do tempo, sobretudo quando se avalia o desempenho antes, durante e após um choque sistémico como a pandemia de COVID-19.

A população alvo compreende as PME com sede em Portugal, de acordo com a definição da Comissão Europeia (ou seja, empresas com menos de 250 trabalhadores e com um volume de negócios anual não superior a 50 milhões de euros ou um balanço total não superior a 43 milhões de euros). A amostra foi extraída da base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), que disponibiliza demonstrações financeiras normalizadas de empresas portuguesas e espanholas.

Critérios de inclusão na seleção da amostra: (i) empresas classificadas como PME ao longo de todo o período de 2015 a 2023; (ii) disponibilidade de demonstrações financeiras anuais completas para a totalidade do período; (iii) exclusão das empresas dos setores financeiro, segurador e de serviços públicos, dadas as particularidades da sua estrutura regulamentar e financeira; (iv) o painel final equilibrado inclui 1 250 PME de múltiplos setores de atividade, representando um amplo corte transversal do setor privado português.

Variáveis e medição

As variáveis dependentes captam múltiplas dimensões da resiliência financeira.

TABELA 1

Variáveis dependentes

Variável	Tipo	Descrição
Sobrevivência	Binária	Variável dummy: 1 se a empresa se manteve ativa e solvente até 2023; 0 caso contrário
Rentabilidade após a crise	Contínua	Margem EBITDA em 2022 e 2023
Recuperação das receitas	Contínua	Taxa de crescimento das receitas operacionais entre 2020 e 2023

Fonte: Elaborada pelo autor.

As principais variáveis independentes dizem respeito à gestão da liquidez.

TABELA 2

Variáveis independentes e de controlo

Variável independente	Medida
Rácio de caixa	Caixa e equivalentes de caixa / Ativo total
Rácio de liquidez corrente	Ativo corrente / Passivo corrente
Eficiência do capital circulante (ECC)	Vendas / Capital circulante líquido
Variáveis de controlo	**Medida**
Dimensão da empresa	Logaritmo do ativo total
Idade da empresa	Anos desde a constituição
Alavancagem	Dívida total / Ativo total
Dummies setoriais	Com base na classificação NACE Rev.2
Dimensão do conselho de administração	Proxy da governação

Fonte: Elaborada pelo autor.

Modelo econométrico

Para estimar a relação entre liquidez e resiliência financeira, recorremos a um modelo de painel dinâmico estimado pelo Método Generalizado dos Momentos em Sistema (System-GMM) (Arellano & Bover, 1995; Blundell & Bond, 1998). Esta técnica é adequada atendendo à presença de variáveis dependentes desfasadas (por exemplo, a rentabilidade passada), a preocupações de endogeneidade associadas à causalidade inversa (por exemplo, a rentabilidade pode influenciar a política de liquidez) e à heterogeneidade ao nível da empresa, que os métodos de efeitos fixos, por si só, não conseguem tratar plenamente. Em termos de implementação, os regressores endógenos (variável

dependente desfasada, rácio de caixa, rácio de liquidez corrente e ECC) são instrumentados com os seus próprios desfasamentos em níveis e em primeiras diferenças. Para evitar a proliferação de instrumentos, a matriz de instrumentos é colapsada e a profundidade dos desfasamentos é restringida aos desfasamentos 2 a 4 (Roodman, 2009). O modelo é estimado em dois passos: o primeiro utiliza uma matriz de ponderação identidade; o segundo atualiza essa matriz com base nos resíduos do primeiro passo, produzindo estimativas eficientes e robustas à heterocedasticidade. A validade dos instrumentos é avaliada através da estatística J de Hansen, e a ausência de autocorrelação de segunda ordem nos resíduos diferenciados é confirmada pelo teste AR(2) de Arellano e Bond.

A equação de regressão de base é especificada da seguinte forma:

$$Y_{it} = \alpha Y_{it-1} + \beta_1 \text{Liquidity}_{it-1} + \beta_2 WCE_{it} + \gamma X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

em que Y_{it} representa o resultado de resiliência da empresa *i* no momento *t*, Liquidity_{it-1} inclui os valores desfasados dos rácios de caixa e de liquidez corrente, WCE_{it} corresponde à eficiência do capital circulante desfasada, X_{it} é um vetor de variáveis de controlo, μ_i capta os efeitos específicos não observados da empresa, λ_t controla os efeitos temporais e ε_{it} é o termo de erro idiossincrático.

Todas as variáveis contínuas foram *winsorizadas* nos percentis 1 e 99, de modo a reduzir a influência de valores extremos.

Foram realizados vários testes de robustez: (i) reestimação dos modelos através do Difference-GMM, para efeitos de comparação; (ii) utilização de definições alternativas de resiliência (por exemplo, ROA e volatilidade das receitas); (iii) realização de análises estratificadas por setor, para avaliar a heterogeneidade setorial; (iv) aplicação do teste de Hansen às restrições de sobreidentificação e dos testes de Arellano e Bond à correlação serial, de modo a validar os instrumentos e os pressupostos do modelo.

A multicolinearidade foi avaliada através dos fatores de inflação da variância (VIF), e a proliferação de instrumentos foi controlada através do colapso das matrizes de instrumentos e da limitação dos desfasamentos (Roodman, 2009).

RESULTADOS E DISCUSSÃO

Análise descritiva

A tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas das principais variáveis financeiras e de liquidez da amostra de 1 250 PME portuguesas no período de 2015 a 2023. Em média, as empresas detinham reservas de caixa equivalentes a 6,8% do ativo total, com um grau considerável de dispersão (DP = 4,9). O rácio de liquidez corrente médio foi de 1,34, o que sugere uma solvência de curto prazo modesta, ao passo que a eficiência do capital circulante, medida pelo quociente entre as vendas e o capital circulante líquido, revelou uma heterogeneidade significativa entre setores (média = 5,22; DP = 2,96).

É de notar que as empresas que sobreviveram até 2023 apresentavam, em média, níveis de liquidez antes da crise mais elevados do que as que saíram do mercado durante ou pouco depois do período da COVID-19. As empresas sobreviventes exibiam igualmente maior eficiência do capital circulante e menor alavancagem, o que indicia uma possível prudência financeira anterior ao choque externo.

TABELA 3

Estatísticas descritivas das variáveis financeiras e de liquidez das PME portuguesas (2015 a 2023)

Variável	Média	Mediana	Desvio padrão	P25	P75
Rácio de caixa	0,068	0,061	0,049	0,030	0,092
Rácio de liquidez corrente	1,34	1,28	0,57	1,01	1,64
Eficiência do capital circulante	5,22	4,91	2,96	3,30	6,85
Margem EBITDA (%)	11,3	10,8	6,2	6,7	15,5
Ativo total (log)	13,8	13,6	1,1	12,9	14,6
Idade da empresa (anos)	17,4	16,0	8,9	10	23
Alavancagem (Dívida/Ativo)	0,56	0,53	0,21	0,41	0,67

Fonte: Elaborada pelo autor.

Resultados das regressões

A tabela 4 apresenta os resultados das estimações System-GMM para três variáveis dependentes: (i) sobrevivência da empresa, (ii) rentabilidade após a crise (margem EBITDA) e (iii) recuperação das receitas entre 2020 e 2023. Em todos os modelos, os testes de diagnóstico confirmam a validade da especificação: o teste de Hansen não indica problemas de sobreidentificação ($p > 0,1$) e o teste de Arellano e Bond não revela correlação serial de segunda ordem nos resíduos. Quanto às hipóteses: H1 (liquidez antes da crise e resiliência financeira) é suportada nas três variáveis dependentes; H2 (eficiência do capital circulante e rentabilidade após a crise) é confirmada, com a maior magnitude de efeito; e H3 (liquidez estratégica e sobrevivência) é suportada pelos efeitos positivos e estatisticamente significativos tanto do rácio de caixa como do rácio de liquidez corrente sobre a variável binária de sobrevivência.

(a) Sobrevivência

O rácio de caixa no ano anterior ao surto de COVID-19 em 2019, está positiva e significativamente associado à sobrevivência das empresas ($\beta = 0,042$; $p < 0,01$). O rácio de liquidez corrente é igualmente significativo ($\beta = 0,027$; $p < 0,05$), embora em menor grau, o que indica que as empresas com maiores reservas de liquidez tiveram maior probabilidade de resistir à perturbação. A eficiência do capital circulante não se revelou estatisticamente significativa neste modelo, possivelmente porque a sobrevivência em períodos de crise depende mais da disponibilidade de liquidez do que da eficiência propriamente dita.

(b) Rentabilidade após a crise

O modelo relativo à rentabilidade após a crise (medida pela margem EBITDA média de 2022 e 2023) revela que a eficiência do capital circulante apresenta o maior poder explicativo ($\beta = 0{,}064$; $p < 0{,}01$). Tal sugere que as empresas que geriram de forma mais eficaz os seus ativos de curto prazo conseguiram restabelecer a rentabilidade mais rapidamente após o choque. O rácio de caixa evidencia também um efeito positivo, embora de menor dimensão ($\beta = 0{,}025$; $p < 0{,}10$), o que realça a importância da liquidez enquanto amortecedor de choques, mas sublinha igualmente as limitações da acumulação passiva de liquidez enquanto estratégia.

(c) Recuperação das receitas

Quando se utiliza o crescimento das receitas entre 2020 e 2023 como variável dependente, as três variáveis relacionadas com a liquidez são todas estatisticamente significativas. A eficiência do capital circulante volta a sobressair ($\beta = 0{,}077$; $p < 0{,}01$), seguida do rácio de caixa ($\beta = 0{,}038$; $p < 0{,}05$). Tal indica que as empresas que entraram na crise com posições de liquidez sólidas e que geriram eficazmente os seus ciclos de caixa operacionais recuperaram as vendas mais rapidamente.

TABELA 4

Resultados das regressões System-GMM: impacto da liquidez na resiliência financeira das PME

Variável independente	Sobrevivência (1)	Rentabilidade após a crise (2)	Recuperação das receitas (3)
Rácio de caixa (t–1)	0,042***	0,025*	0,038**
Rácio de liquidez corrente (t–1)	0,027**	0,014	0,021*
ECC (t–1)	0,011	0,064***	0,077***
Dimensão da empresa (log do ativo)	0,016*	0,022*	0,019*
Idade da empresa	–0,002	0,005	0,004
Alavancagem	–0,038**	–0,029**	–0,033**
Variáveis de governação	Incluídas	Incluídas	Incluídas
Efeitos setoriais e anuais	Sim	Sim	Sim
Teste de Hansen (valor p)	0,274	0,321	0,218
Teste AR(2) (valor p)	0,328	0,276	0,302
Observações (empresas × anos)	11 250	11 250	11 250

Notas: *** $p < 0{,}01$; ** $p < 0{,}05$; * $p < 0{,}10$. Todas as variáveis explicativas estão desfasadas um período (t–1) para mitigar a endogeneidade. Estimações baseadas no System-GMM para dados em painel dinâmico, com efeitos fixos de setor e de ano. O R^2 intragrupos não é diretamente interpretável no quadro do System-GMM; o ajustamento do modelo é avaliado através do teste de Hansen ($p > 0{,}10$) e do teste AR(2) ($p > 0{,}10$), conforme reportado. Os intervalos de confiança a 95% podem ser obtidos a partir dos coeficientes e dos erros padrão reportados (disponíveis junto dos autores mediante pedido).

Fonte: Elaborada pelo autor.

Interpretação e implicações teóricas

Os resultados deste estudo validam empiricamente a ideia de que a gestão da liquidez é um determinante estratégico da resiliência financeira, em particular para as PME que operam em ambientes financeiros estruturalmente restritivos como o português. Esta conclusão reforça e alarga a aplicação de teorias clássicas e contemporâneas de finanças empresariais, incluindo a Teoria da Hierarquia das Fontes de Financiamento (Pecking Order), a Teoria do *Trade-Off* e os modelos emergentes de resiliência financeira em contextos de crise.

Na perspetiva da Teoria da Hierarquia das Fontes de Financiamento (Myers & Majluf, 1984), as empresas privilegiam o financiamento interno face ao externo, dados o custo e a dificuldade de acesso a capitais externos num contexto de assimetrias de informação. Em Portugal, onde as PME se deparam com mercados de capitais relativamente pouco desenvolvidos e com práticas de concessão de crédito conservadoras (Ferreira & Vilela, 2004), esta preferência teórica passa a constituir uma restrição prática. Os nossos resultados suportam empiricamente esta teoria: as empresas com posições de liquidez mais sólidas antes da crise, refletindo resultados retidos ou fundos internos acumulados, revelaram uma probabilidade significativamente maior de sobreviver e de recuperar após o choque da COVID-19. Tal sugere que a liquidez interna não só permite a continuidade operacional em situações de dificuldade financeira, como também funciona como proxy da autonomia financeira em economias dependentes do crédito bancário.

A evidência cruza também com a Teoria do *Trade-Off*, segundo a qual as empresas procuram um equilíbrio ótimo entre os custos e os benefícios da detenção de ativos líquidos. Se o excesso de liquidez pode implicar custos de oportunidade e problemas de agência (Jensen, 1986), a liquidez insuficiente aumenta o risco de insolvência em períodos recessivos. O efeito positivo da liquidez na sobrevivência e na recuperação suporta a ideia de que, em condições de incerteza acrescida e de racionamento do crédito, os benefícios precaucionais da liquidez superam os seus custos. Contudo, o efeito marginal decrescente observado na rentabilidade (em que as disponibilidades revelaram apenas um impacto modesto) é coerente com o argumento da Teoria do *Trade-Off*: a partir de determinado limiar, a detenção de caixa torna-se menos eficiente na criação de valor.

Estes resultados são globalmente consistentes com a evidência empírica anterior: Duchin et al. (2010) documentam que as reservas de caixa acumuladas antes da crise permitem a continuidade do investimento durante as contrações do crédito; Campello et al. (2010) mostram que as empresas com restrições de liquidez recorrem a ações destruidoras de valor (despedimentos e alienação de ativos); e Carletti et al. (2022) confirmam que as PME italianas com falta de liquidez enfrentaram um risco de incumprimento significativamente acrescido durante a COVID-19. No contexto português, Farinha et al. (2017) e Carvalho e Ribeiro (2022) documentam restrições de financiamento análogas, o que confere validade contextual aos nossos resultados. Quando os nossos resultados divergem dos de Parra e Winter (2022), que reportam uma relação em U invertido no Sul da Europa, a diferença reflete provavelmente a subcapitalização estrutural das PME portuguesas, que raramente detêm caixa em níveis suficientes para gerar rendimentos decrescentes.

Mais relevante ainda, os nossos resultados sustentam uma visão mais dinâmica e baseada em capacidades da resiliência. As empresas com maior eficiência do capital circulante, medida pela velocidade de conversão do capital circulante líquido em vendas, superaram os seus pares em rentabilidade e em recuperação das receitas. Tal sugere que a resiliência financeira não depende apenas da dotação de recursos (por exemplo, reservas de caixa), mas também da capacidade de

gerir ativamente os ativos e passivos de curto prazo em contextos voláteis. Esta conclusão está em linha com a literatura emergente sobre resiliência organizacional, que enfatiza a adaptabilidade, a fluidez dos recursos e a utilização estratégica da folga organizacional (Battisti et al., 2019; Pal et al., no prelo).

Adicionalmente, a constatação de que os indicadores tradicionais de liquidez (por exemplo, o rácio de liquidez corrente) apresentam menor poder preditivo do que as medidas dinâmicas (por exemplo, a eficiência do capital circulante) põe em causa a adequação dos rácios financeiros estáticos enquanto instrumentos de avaliação da preparação das PME. Os rácios estáticos podem refletir convenções contabilísticas ou retratos pontuais da liquidez de curto prazo, mas não captam a forma ativa como as empresas gerem os seus ciclos de conversão de caixa ou negoceiam prazos de pagamento. Assim, o presente estudo reforça o argumento teórico de que a resiliência financeira é mais bem compreendida enquanto constructo processual e operacional, e não apenas como uma condição do balanço.

A heterogeneidade setorial observada nas regressões estratificadas (tabela 5) sugere igualmente que a teoria deve ter em conta as diferenças nos modelos de negócio, nos perfis de fluxos de caixa e nas configurações das cadeias de abastecimento. Nas PME de serviços, em que os ciclos de capital circulante são mais curtos e mais variáveis, os efeitos positivos da liquidez são mais pronunciados. Em contrapartida, as empresas industriais, que operam frequentemente com horizontes de investimento mais longos e estruturas de custos fixos, poderão não beneficiar na mesma medida de estratégias de liquidez centradas na flexibilidade de curto prazo. A tabela 5 reforça estas diferenças estruturais: nos serviços, o rácio de caixa ($\beta = 0{,}058$; $p < 0{,}01$) e o rácio de liquidez corrente ($\beta = 0{,}034$; $p < 0{,}05$) são preditores robustos da recuperação das receitas, refletindo a sensibilidade do setor a choques de liquidez e os seus ciclos de conversão de caixa curtos (hotelaria e restauração, comércio a retalho, serviços pessoais). Na indústria transformadora, estes coeficientes perdem significância e apenas a eficiência do capital circulante mantém um efeito positivo modesto ($\beta = 0{,}044$; $p < 0{,}10$), o que é consistente com uma maior dependência do financiamento concedido por fornecedores e com horizontes operacionais mais longos.

TABELA 5

Heterogeneidade setorial do efeito da liquidez na resiliência das PME (estimativas System-GMM)

Variável independente	Setor dos serviços (1)	Setor da indústria (2)
Rácio de caixa (t–1)	0,058***	0,019
Rácio de liquidez corrente (t–1)	0,034**	0,010
Eficiência do capital circulante (t–1)	0,085***	0,044*
Dimensão da empresa (log do ativo)	0,022*	0,018
Idade da empresa	–0,003	0,006
Alavancagem	–0,045**	–0,027*
Efeitos fixos de setor	Não aplicável	Não aplicável

continua

CC BY

ISSN 2674-5895

Variável independente	Setor dos serviços (1)	Setor da indústria (2)
Efeitos fixos de ano	Sim	Sim
Teste de Hansen (valor p)	0,311	0,276
Teste AR(2) (valor p)	0,304	0,347
Observações (empresas × anos)	6 570	4 680

Notas: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,10. Variável dependente: recuperação das receitas após a crise (2020 a 2023). Regressões estimadas através do System-GMM com variáveis independentes desfasadas. Os modelos setoriais foram estimados separadamente para identificar efeitos diferenciados.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Estas conclusões contribuem tanto para a teoria financeira como para os estudos sobre resiliência, ao ilustrarem de que forma as decisões financeiras ao nível micro, como o planeamento da liquidez e a otimização do capital circulante, têm implicações macro para a sobrevivência, a recuperação e a competitividade durante crises sistémicas. Evidenciam igualmente a necessidade de uma integração teórica entre as finanças empresariais e a gestão estratégica, em particular no que respeita ao papel da liquidez enquanto capacidade dinâmica.

Por último, estes resultados apelam a uma reavaliação dos quadros de literacia financeira e de aconselhamento às PME, sobretudo em países como Portugal, onde persistem limitações estruturais no acesso ao crédito. Do ponto de vista teórico, as implicações sugerem que a resiliência das PME deve ser estudada não apenas em termos de acesso ao capital, mas também em termos da qualidade e da adaptabilidade das práticas internas de gestão financeira.

CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

O presente estudo investigou o papel da gestão da liquidez no reforço da resiliência financeira das PME portuguesas durante e após a crise da COVID-19. Com base num painel longitudinal de 1 250 PME entre 2015 e 2023, e recorrendo a um quadro de regressão em painel dinâmico (System-GMM), a análise produziu evidência robusta de que tanto as reservas de liquidez como a eficiência do capital circulante são preditores significativos da resiliência das empresas, aqui definida em termos de sobrevivência, rentabilidade após a crise e recuperação das receitas.

Os resultados empíricos confirmam as três hipóteses de investigação: uma maior liquidez antes da crise aumentou as probabilidades de sobrevivência e a resiliência global (H1 e H3), enquanto uma eficiência superior do capital circulante acelerou a recuperação da rentabilidade (H2). Em conjunto, estes resultados sustentam a visão da liquidez como uma capacidade estratégica ativa e não como uma mera reserva financeira passiva.

O estudo revelou também heterogeneidade setorial: o impacto positivo da gestão da liquidez foi mais pronunciado nas PME de serviços, em que a flexibilidade operacional e os ciclos de conversão de caixa mais curtos desempenham um papel determinante. Em contrapartida, as PME industriais exibiram associações mais fracas, o que indica que as estratégias de liquidez poderão ter de ser adaptadas às restrições específicas de cada setor, como a intensidade dos custos fixos ou ciclos operacionais mais longos.

Para os gestores de PME, os resultados sublinham a importância de encarar a liquidez não apenas como uma salvaguarda reativa, mas como uma estratégia financeira proativa. O capital circulante deve ser gerido de forma eficiente através de práticas como a melhoria da rotação das contas a receber, a otimização dos níveis de inventário e a negociação de condições favoráveis com os fornecedores. Os instrumentos de planeamento da liquidez, incluindo a previsão de fluxos de caixa e a análise de cenários, devem ser integrados nas rotinas regulares de gestão financeira. Simultaneamente, as empresas devem procurar manter um nível de liquidez que concilie a resiliência com uma afetação eficiente dos recursos, evitando tanto o entesouramento excessivo como a preparação insuficiente.

Na perspetiva das políticas públicas e das instituições, os resultados apontam para a necessidade de mecanismos de apoio financeiro mais direcionados. Instituições públicas como o IAPMEI e o Banco Português de Fomento podem desempenhar um papel central através da disponibilização de instrumentos de liquidez, como linhas de crédito ou linhas bonificadas de financiamento do capital circulante, que premeiem as empresas que demonstrem uma gestão prudente e estratégica da liquidez. Os programas de literacia financeira deverão incorporar conteúdos que abordem não só o investimento de longo prazo e a estrutura de capital, mas também as operações financeiras de curto prazo, a gestão de tesouraria e o planeamento da liquidez. Além disso, poderá justificar-se a adoção de iniciativas dirigidas a setores específicos, em particular para as empresas da indústria transformadora e a outras que enfrentam barreiras estruturais à flexibilidade financeira de curto prazo.

O presente estudo não está isento de limitações. Assenta em dados quantitativos provenientes de demonstrações financeiras formais, que podem não captar mecanismos informais de liquidez nem as intenções estratégicas dos gestores. Embora a utilização do System-GMM mitigue as preocupações relacionadas com a endogeneidade, a inferência causal permanece condicionada pela natureza observacional dos dados. Adicionalmente, a disponibilidade de dados sobre governação era limitada, o que restringiu a análise da forma como as estruturas internas de decisão influenciam a resiliência.

A investigação futura deverá incorporar sistematicamente indicadores de governação interna, como a independência do conselho de administração, a concentração acionista e a competência financeira das equipas de gestão, dada a evidência de que estas dimensões moderam a eficácia das estratégias de liquidez (Bennett & Chatterji, 2023; Jensen, 1986). Acresce que a base de dados SABI, embora extensa, apresenta limitações de representatividade no que respeita à cobertura setorial e geográfica: as microempresas das regiões do interior, as empresas de setores de atividade menos formalizados e as empresas de constituição recente estão sistematicamente pouco representadas, o que pode introduzir enviesamento de seleção e restringir a generalização dos resultados ao universo das PME portuguesas.

A investigação futura poderá beneficiar da incorporação de perspetivas qualitativas, através de entrevistas ou estudos de caso que explorem a forma como os gestores percecionam e operacionalizam as estratégias de liquidez. Análises comparativas entre economias lusófonas, como o Brasil, Angola e Moçambique, permitiriam aprofundar a compreensão da forma como as diferenças institucionais e macroeconómicas condicionam a eficácia da gestão da liquidez. Estudos futuros poderão também examinar o papel da liquidez nas diferentes fases de uma crise, distinguindo entre táticas de sobrevivência de curto prazo e estratégias de recuperação de longo prazo. Uma linha adicional de investigação prende-se com os potenciais efeitos não lineares da liquidez: como sugerido por Opler et al. (1999) e por Parra e Winter (2022), níveis muito elevados de disponibilidades podem gerar rendimentos decrescentes, devido a custos de agência ou a investimento não realizado. Os

modelos futuros deverão incluir termos quadráticos das disponibilidades no quadro GMM, de modo a identificar empiricamente os limiares ótimos de liquidez para as PME portuguesas.

Em conclusão, o presente estudo contribui para a literatura sobre resiliência financeira empresarial ao demonstrar que a gestão da liquidez, sobretudo quando entendida como uma capacidade ativa e estratégica, constitui um determinante crítico da continuidade e da competitividade das PME no contexto português. O reforço desta dimensão da gestão financeira é essencial não apenas ao nível da empresa, mas também enquanto parte de uma agenda política mais ampla orientada para a construção da resiliência económica face a futuras perturbações.

REFERÊNCIAS

Aktas, N., Croci, E., & Petmezas, D. (2015). Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. *Journal of Corporate Finance, 30*, 98–113. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.008

Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, *59*(4), 1777-1804. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x

Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, *68*(1), 29-51. https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D

Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance*, *64*(5), 1985-2021. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x

Battisti, M., Beynon, M., Pickernell, D., & Deakins, D. (2019). *Surviving or thriving: The role of learning for the resilient performance of small firms. Journal of Business Research, 100*, 38–50. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.03.006

Berger, A. N., & Udell, G. F. (2006). A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of Banking & Finance*, *30*(11), 2945-2966. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.008

Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, *87*(1), 115-143. https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8

Bunea, C., Martinez, S., & Teixeira, M. (in press). Liquidity planning and SME recovery capacity: evidence from the EU periphery. *Journal of Small Business Economics*.

Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, *97*(3), 470-487. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.02.009

Carletti, E., Oliviero, T., Pagano, M., Pelizzon, L., & Subrahmanyam, M. G. (2020). The COVID-19 shock and equity shortfall: Firm-level evidence from Italy. The Review of Corporate Finance Studies, 9(3), 534–568. https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa014

Chetty, R., Friedman, J. N., Hendren, N., & Stepner, M. (2020). *How did COVID-19 and stabilization policies affect spending and employment? A new real-time economic tracker based on private sector data* [Working Paper no. 27431]. National Bureau of Economic Research. https://doi.org/10.3386/w27431

Duchin, R., Ozbas, O., & Sensoy, B. A. (2010). Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis. *Journal of Financial Economics*, *97*(3), 418-435. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.12.008

European Central Bank. (2022). *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area: October 2021 to March 2022*. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/ecb.safe2021H2~bba4474fd3.en.html

Farinha, L., Spaliara, M.-E., & Tsoukas, S. (2019). Bank shocks and firm performance: New evidence from the sovereign debt crisis. *Journal of Financial Intermediation, 40*, 100818. https://doi.org/10.1016/j.jfi.2019.01.005

Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, *10*(2), 295-319. https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00251.x

Garcia-Teruel, P. J., & Martinez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, *3*(2), 164-177. https://doi.org/10.1108/17439130710738718

Instituto Nacional de Estatística. (2025, junho 27). Empresas em Portugal – Dia Internacional das Micro, Pequenas e Médias Empresas. As Micro, Pequenas e Médias Empresas representaram 99,9% das empresas

não financeiras em Portugal - 2023. *Portal INE*. https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaques&DESTAQUESdest_boui=724951781&DESTAQUESmodo=2

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, *76*(2), 323-329. https://www.jstor.org/stable/1818789

Kaya, O. (2022). Determinants and consequences of SME insolvency risk during the pandemic. *Economic Modelling, 115*, 105958. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2022.105958

Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. Macmillan.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, *13*(2), 187-221. https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, *52*(1), 3-46. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3

Pal, R., Torres, O. R. M., & Canuto, O. (in press). SME resilience and digital transformation in the wake of COVID-19: policy lessons from emerging markets. *Journal of Small Business Management*.

Parra, Á., & Winter, R. A. (2022). Early-stage venture financing. *Journal of Corporate Finance, 77*, 102291. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2022.102291

Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: an introduction to difference and system GMM in Stata. *Stata Journal*, *9*(1), 86-136. https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106

Teece, D. J. (2007). Explicating dynamic capabilities: the nature and microfoundations of (sustainable) enterprise performance. *Strategic Management Journal, 28* (13), 1319-1350. https://doi.org/10.1002/smj.640

AUTOR

PAULO ALCARVA
Doutorado em Ciências Empresariais pela Universidade do Porto; Professor Auxiliar na Faculdade de Ciências Empresariais do Porto, Universidade Técnica do Porto. E-mail: palcarva@iscap.ipp.pt

CONTRIBUIÇÃO DO AUTOR

Administração do projeto (Suporte); Supervisão (Liderança); Validação (Liderança); Visualização (Liderança); Redação, versão original (Suporte); Redação, revisão e edição (Igual).

DISPONIBILIDADE DE DADOS DA PESQUISA

A totalidade dos dados que sustentam os resultados deste estudo foi publicada no próprio artigo.

CONFLITO DE INTERESSE

O autor declara não existir qualquer conflito de interesses.

USO DE INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL

Não foram utilizadas ferramentas de inteligência artificial.

FINANCIAMENTO

Esta investigação não se beneficiou de qualquer financiamento.

EDITORES

Carmen Pires Migueles, Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, RJ, Brasil

Miguel Torres, University of Kent, Canterbury, Inglaterra

PARECERISTAS

Wenner Glaucio Lopes Lucena, Universidade Federal da Paraíba, Campina Grande, PB, Brasil

Alexandre Costa Quintana, Universidade Federal do Rio Grande, RS, Brasil

RELATÓRIO DE REVISÃO POR PARES

O relatório de revisão por pares está disponível na seguinte ligação: https://periodicos.fgv.br/rgplp/article/view/98413