

INSTITUTO  
SUPERIOR  
DE CONTABILIDADE  
E ADMINISTRAÇÃO  
DO PORTO  
POLITÉCNICO  
DO PORTO

M

MESTRADO  
ÁREA DE ESPECIALIZAÇÃO

# Impacto na performance empresarial da existência de acionistas estrangeiros:

## O caso das empresas Portuguesas de 2010 a 2018.

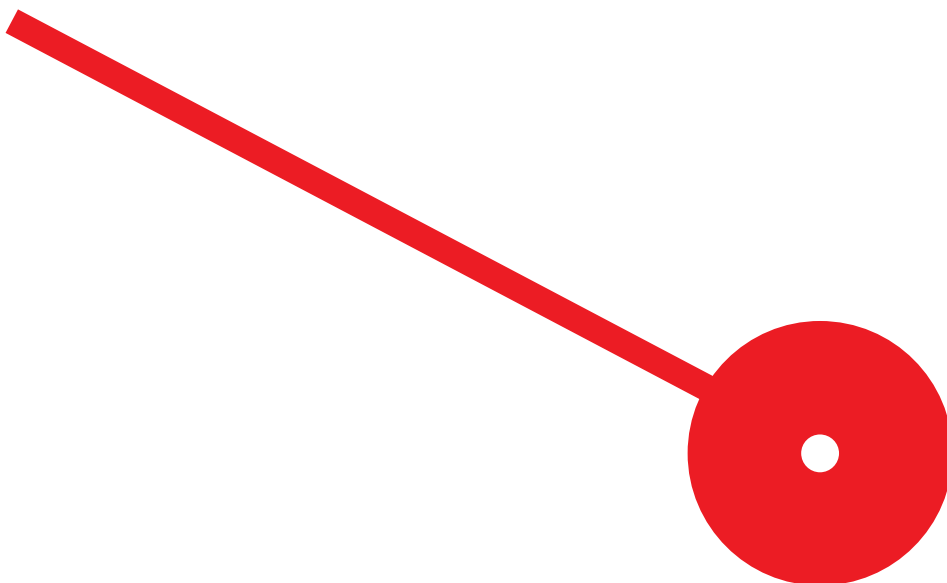
José Pedro Bastos Nogueira

Impacto na performance empresarial da existência de acionistas

estrangeiros

2019/2020

2019/2020



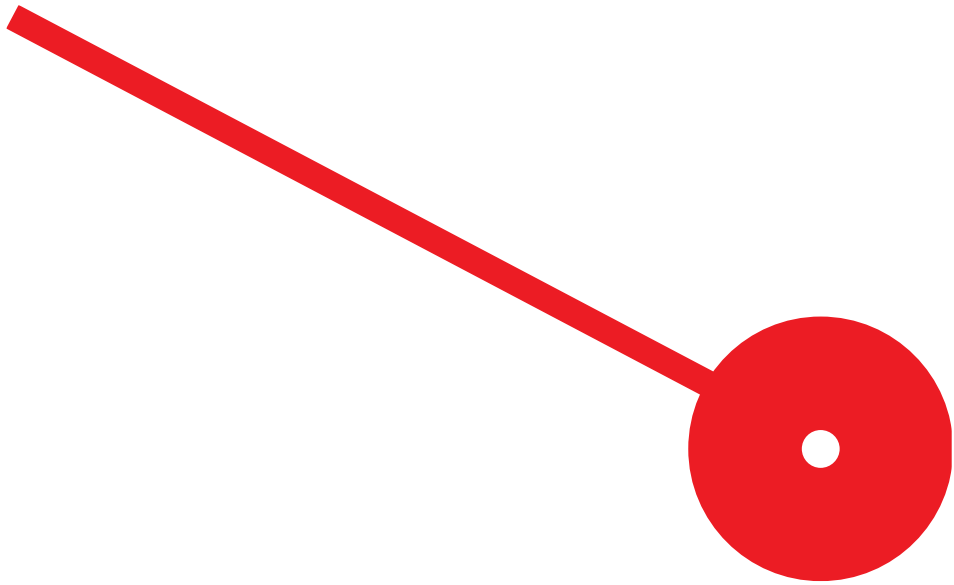
INSTITUTO  
SUPERIOR  
DE CONTABILIDADE  
E ADMINISTRAÇÃO  
DO PORTO  
POLITÉCNICO  
DO PORTO

M

MESTRADO  
ÁREA DE ESPECIALIZAÇÃO

# Impacto na performance empresarial da existência de acionistas estrangeiros.

**Dissertação de Mestrado apresentado ao Instituto Superior de  
Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de  
Mestre em Finanças Empresariais, sob orientação do Professor  
Doutor Armando Mendes Jorge Nogueira da Silva  
Versão final (esta versão contém as críticas e sugestões dos  
elementos do júri).**



## **Agradecimentos**

Ao Doutor Armando Silva , meu orientador pelo apoio , disponibilidade e flexibilidade apresentada ao longo da elaboração desta dissertação.

À Doutora Isabel Lopes , pelo ajuda e apoio na transmissão de conhecimentos econométricos.

Aos meus avós e namorada , pelos conselhos e paciência demonstrados e todo o apoio prestado ao longo dos últimos dois anos que fizeram parte da minha vida e que de alguma forma a marcaram.

## Resumo

Entre os vários tipos de fluxos de capitais, o Investimento Direto Estrangeiro (IDE) é tido como um “impulsionador chave da integração económica internacional” (OCDE, 2008), sendo “percebido como um “bom” tipo de fluxo uma vez que promove o crescimento nos países de acolhimento” (Dell’Erba e Reinhardt, 2015). Considera-se que o IDE tem efeitos de grande relevância nas economias recetoras, dos quais se destacam a promoção do crescimento, a abertura comercial ao exterior, o desenvolvimento financeiro (Iamsiraroj e Ulubaşođlu, 2015).

O caso português não constitui uma exceção. Em Portugal este tipo de estudo, sobre o impacto do IDE sobre a rentabilidade, ainda se encontra pouco explorado quando comparado com outras economias de maior dimensão.

Esta dissertação tem como objetivo, avaliar o impacto da existência de participação social estrangeira na performance das empresas; em concreto, pretendemos verificar se a presença de capital estrangeiro nas empresas portuguesas tem um impacto positivo ou negativo na rentabilidade das mesmas. Desejamos avaliar o desempenho das empresas, tendo em conta o IDE recebido e verificar as vantagens/desvantagens ao nível da rentabilidade.

De acordo com as especificidades e limitações da amostra, bem como com os resultados obtidos para os vários testes estatísticos, utilizou-se o modelo GMM (Método Generalizado dos Momentos) e o modelo OLS para avaliar as hipóteses desta pesquisa. Nos resultados obtidos com esta dissertação, constatamos que a presença de Capital Estrangeiro produziu efeitos desfavoráveis na variável ROE e efeitos favoráveis na variável ROS.

**Palavras chave:** *IDE, Performance Financeira, Internacionalização, Multinacionais, Capital Estrangeiro.*

## **Abstract**

Among the various types of capital flows, Foreign Direct Investment (FDI) is seen as a "key driver of international economic integration" (OECD, 2008) and is "perceived as a "good" type of flow as it promotes growth in host countries" (Dell'Erba and Reinhardt, 2015). FDI is considered to have a major impact on host economies, of which the promotion of growth, trade openness abroad, financial development (Iamsiraroj and Ulubaşoğlu, 2015) are of particular importance.

The Portuguese case is no exception. In Portugal, this type of study on the impact of FDI on profitability is still under-exploited when compared to other larger economies.

This dissertation aims at assessing the impact of the existence of foreign equity participation on company performance; in particular, we intend to verify whether the presence of foreign capital in Portuguese companies has a positive or negative impact on their profitability .

According to the specificities and limitations of the sample, as well as to the results obtained for the various statistical tests, the GMM (Generalized Method of Moments) model, and OLS model, were used in order to evaluate the hypotheses of this research. In the results obtained with this dissertation, we found that the presence of Foreign Capital produced unfavourable effects on the ROE variable and favourable effects on the ROS variable.

**Key words:** *FDI, Financial Performance, Internationalization, Multinationals, Foreign capital.*

## Índice geral

<b>Introdução</b> .....	<b>10</b>
<b>Capítulo I. Revisão de Literatura</b> .....	<b>11</b>
1.1. Investimento Direto Estrangeiro - Conceitos Chave.....	11
1.2. Principais Teorias Explicativas do IDE .....	13
1.3. Seleção e alvos do IDE .....	17
1.4. Efeitos do IDE nas Empresas Alvo.....	19
1.4.1. Efeitos positivos .....	19
1.4.2. Efeitos negativos .....	26
<b>Capítulo II – Dados e Metodologia</b> .....	<b>29</b>
2.1. Objetivos e Hipóteses de Partida do Estudo .....	29
2.2. Amostra de empresas .....	30
2.3. Definição das Variáveis .....	31
2.3.1. Variáveis Dependentes .....	31
2.3.2. Variáveis Independentes.....	31
2.3.3. Variáveis de Controlo.....	32
2.4. Modelos Econométricos .....	33
<b>Capítulo III – Resultados Obtidos</b> .....	<b>37</b>
3.1. Estatísticas Descritivas .....	37
3.2. Análise de Resultados.....	43
3.2.1. Resultados obtidos com Modelo de regressão IV REG .....	43
3.2.2 Análise de Robustez .....	47
3.3. Resultados obtidos com Modelo de Regressão GMM.....	52
3.3.1. Análise de Robustez .....	55
3.4. Resultados obtidos com Modelo de Regressão OLS .....	59
3.5 Análise Comparativa - Resultados.....	60
<b>Capítulo IV – Conclusão</b> .....	<b>66</b>
<b>Referências bibliográficas</b> .....	<b>68</b>

## Índice de Tabelas

<i>Tabela 1 - Quadro resumo - Resultados dos Estudos referenciados - Efeitos do Capital Estrangeiro; __</i>	28
<i>Tabela 2- Resumo da Estatística Descritiva da Amostra, Variáveis Independes e Controlo; _____</i>	37
<i>Tabela 3 - Resumo da Estatística Descritiva da Amostra; _____</i>	38
<i>Tabela 4 - Valores Médios das Variáveis dependentes e independentes com Capital Estrangeiro igual a zero e Capital Estrangeiro igual a 1; _____</i>	38
<i>Tabela 5 - Resumo da Estatística Descritiva da Amostra, Variáveis de Controlo; _____</i>	39
<i>Tabela 6 - Médias das variáveis de controlo, entre empresas c/Capital Estrangeiro e s/Capital Estrangeiro; _____</i>	39
<i>Tabela 7 - Matriz de Correlação de Pearson Tabela 6 - Matriz de Correlação de Pearson; _____</i>	40
<i>Tabela 8 - Amostra Total IV REG; _____</i>	44
<i>Tabela 9 - Empresas Domésticas - IV REG; _____</i>	47
<i>Tabela 10 - Empresas C/Capital Estrangeiro - IVREG; _____</i>	50
<i>Tabela 11- Diferenças de Empresas C/Capital Estrangeiro e S/Capital Estrangeiro - IV REG; _____</i>	51
<i>Tabela 12 - Amostra total - GMM; _____</i>	53
<i>Tabela 13 - Empresas Domésticas - GMM; _____</i>	55
<i>Tabela 14 - Empresas C/Capital Estrangeiro - GMM; _____</i>	56
<i>Tabela 15 - Diferenças de Empresas C/Capital Estrangeiro e S/Capital Estrangeiro – GMM; _____</i>	57
<i>Tabela 16 - Modelo OLS - 2018; _____</i>	59
<i>Tabela 17 - Comparação de modelos de regressão para a variável dependente Roa; _____</i>	61
<i>Tabela 18 - Comparação de modelos de regressão para a variável dependente Roe; _____</i>	62
<i>Tabela 19 - Comparação de modelos de regressão para a variável dependente Ros; _____</i>	64

## **Lista de abreviaturas**

ATI-*Ativos Intangíveis;*

AUTONOMIAF-*Autonomia Financeira;*

DID-*Difference-in-Difference;*

GIUET-*Grau de Internacionalização;*

GMM-*Generalized Method of Moments;*

IDE-*Investimento Direto Estrangeiro;*

I&D-*Inovação e Desenvolvimento;*

LSDV-*Least Squares Dummy Variables;*

NBS-*Gabinete Nacional de Estatística da China;*

OCDE-*Organização para a Cooperação e Desenvolvimento;*

OLS-*Ordinary Least Squares;*

ROA-*Return on Assets;*

ROE-*Return on Equity;*

ROS-*Return on Sales;*

2SLS-*Two-Stage Least Squares;*

## INTRODUÇÃO

---

De entre os vários tipos de fluxos de capitais, o Investimento Direto Estrangeiro (IDE) é tido como um impulsionador fundamental na integração económica internacional, sendo normalmente reconhecido como um “bom” tipo de fluxo uma vez que promove o crescimento nos países de acolhimento. Contudo o resultado final pode variar muito e o estudo dos efeitos globais do IDE nas empresas que o acolhem está longe de reunir consenso.

O presente estudo tem como base, a performance financeira das empresas, quando estas possuem percentagem de Capital Estrangeiro no seu Capital Social, é um assunto pouco explorado, principalmente na economia Portuguesa. A verdadeira questão desta dissertação, passa por avaliar as atividades de empresas portuguesas filiais de multinacionais de forma a verificar o impacto da existência de participação social estrangeira na performance financeira das mesmas, mais concretamente em verificar se a presença de capital estrangeiro nas empresas portuguesas tem um impacto positivo ou negativo na rentabilidade das mesmas com a entrada de acionistas estrangeiros.

Foram utilizados os indicadores de rentabilidade ROA, ROE e ROS como indicadores de desempenho de acordo com a Revisão de Literatura existente. Posteriormente, foram utilizadas para análise modelos econométricos de regressão linear, com o objetivo de analisar a relação existente entre o impacto do Capital Estrangeiro e os indicadores de rentabilidade ROA, ROE e ROS.

Esta dissertação encontra-se dividida em três capítulos fundamentais: no primeiro capítulo de acordo com a revisão de literatura existente, são apresentadas as principais teorias acerca do IDE, assim como os resultados de outros estudos realizados sobre a presença de Capital Estrangeiro e a performance financeira. No segundo capítulo são apresentados os objetivos da presente dissertação, as hipóteses de partida, os modelos econométricos utilizados, a descrição da amostra utilizada e as respetivas variáveis. Por último o terceiro capítulo que é iniciado pela análise estatística elaborada, seguido pelo estudo dos modelos econométricos utilizados, terminando com a interpretação de resultados e análise das hipóteses de partida. No último capítulo apresentam-se as principais conclusões e limitações do estudo.

## CAPÍTULO I. REVISÃO DE LITERATURA

---

### 1.1. Investimento Direto Estrangeiro - Conceitos Chave

O Investimento Direto Estrangeiro (IDE) é considerado como o principal motor do crescimento económico dos países em desenvolvimento (Mencinger, 2003). Assim, o IDE constitui, por excelência, um “importante veículo de transferência de tecnologias e *know-how* de gestão, sendo fundamental na promoção de crescimento/desenvolvimento económico” (Barroco, Castro & Costa, 2012). É de aceitação geral que, com um contexto político favorável, o IDE promove o desenvolvimento económico, a estabilidade financeira e o bem-estar das sociedades (OCDE, 2008).

Segundo Protsenko (2003), o IDE é uma das três componentes dos fluxos de capitais internacionais, isto para além dos investimentos de portefólio e dos empréstimos bancários. Os investimentos estrangeiros de portefólio ou de carteira representam os fluxos de capital que não são dirigidos para o controlo operacional da empresa que recebe o capital externo. Com este tipo de investimentos de portefólio ou de carteira, o investidor atua com o objetivo de maximizar a rentabilidade da sua empresa, de forma a reduzir os custos (Conferencia de las Naciones Unidas sobre comercio e desarrollo 1999).

Entretanto a OCDE (2008, p.234) define o Investimento Direto Estrangeiro como “uma categoria de investimento que reflete o objetivo de se estabelecer um interesse duradouro por parte de uma empresa residente numa economia (investidor direto), numa outra empresa (empresa recetora de investimento direto) residente numa economia que não a do investidor direto. O interesse duradouro implica a existência de uma relação de longo prazo entre o investidor direto e a empresa de investimento direto, e um grau significativo de influência na gestão da empresa.” Para ser considerado investimento direto, a multinacional terá de conter pelo menos 10% do capital ou direito de voto sobre os ativos estrangeiros”.

Existem 2 tipos principais de IDE: o horizontal e o vertical. O horizontal consiste na criação de subsidiárias que produzem bens idênticos. Visa facilitar o acesso do investidor a um mercado externo na esperança de desenvolvimentos futuros. Como certos fatores (barreiras tarifárias ou outras, custos de transporte) afetam a competitividade das exportações, o investidor prefere constituir no exterior entidades que reproduzam, como

no seu país de origem, todas as etapas do processo produtivo para servir o mercado local. Por outro lado, o IDE vertical, é o meio pelo qual o investidor fragmenta as diferentes etapas do projeto, produção e comercialização do produto, estabelecendo subsidiárias em diferentes países que produzem produtos acabados ou semiacabados diferentes. Para o investidor, trata-se de aproveitar as diferenças de custo dos fatores de produção entre os países. Neste caso, a atividade no estrangeiro complementa a atividade da empresa-mãe. Dunning (1993, p.3) definiu empresa multinacional como “uma empresa que empreende IDE e que detém ou controla atividades de agregação de valor em mais do que um país”. As multinacionais compreendem duas características fundamentais: têm competências para organizar e coordenar várias atividades de valor acrescentado além das fronteiras nacionais; e internalizam os mercados transfronteiriços para os produtos intermédios que resultam dessas atividades a uma “unidade operacional controlada pela multinacional”, mas que se encontra no exterior do país de origem e se chama de subsidiária (Birkinshaw, 1997, p.208).

Cada país pode desempenhar tanto o papel de emissor como de recetor de projetos de IDE. Um país é recetor quando acolhe no seu território projetos de investimento direto, e é emissor quando participa em projetos de investimento direto em outros países (Wan, 2010).

A entrada num mercado externo pode ser feita, de várias formas, sendo que nem todas envolvem, a realização de IDE. A primeira forma poderá ser o acesso a diversos mercados através da exportação, direta ou indireta. Este método representa um modo de entrada tido como menos dispendioso e de menor risco, que acontece quando não existem vantagens em que a produção se localize proximamente ao mercado de destino (Dunning, 1993). Pode também recorrer-se a outros modos (ou formas) contratuais que incluem uma variedade de contratos como: licenciamento, *franchising*, alianças estratégicas, entre outros. Estas estratégias possuem um menor risco associado do que o IDE e requerem menor compromisso financeiro e de recursos humanos (Dunning, 1993). Por fim, tem-se o meio mais “intenso” de entrada nos mercados externos – o IDE. Este método de entrada poderá ocorrer através de distintos níveis de controlo – podendo ser concretizado com controlo parcial (designadamente através de *joint-ventures*) ou total (via Subsidiárias a 100%). Uma *joint-venture* constitui uma entidade jurídica com base no capital

proporcionado por mais do que uma empresa mãe e uma Subsidiária a 100%, constitui o nível mais profundo de integração (Dunning, 1993).<sup>1</sup>

## **1.2.Principais Teorias Explicativas do IDE**

Faeth (2009), afirma que as teorias iniciais que procuravam explicar o IDE tinham como base a teoria neoclássica do comércio internacional. Esta teoria apoia-se na hipótese primordial de concorrência perfeita em todos os mercados, sendo o IDE definido pela transferência de capitais de economias mais prósperas nesse fator para economias de trabalho-abundantes, em que a remuneração do fator capital é superior devido à maior escassez relativa.

A teoria neoclássica do comércio ganha credibilidade quando é aplicada aos fluxos de capital anteriores à segunda guerra mundial. Nesse período, os fluxos de capitais deslocavam-se maioritariamente dos países europeus e dos EUA para as regiões menos desenvolvidas (América Latina, África, Ásia), uma vez que estes países eram menos abundantes neste fator, e dessa forma o capital era remunerado a uma taxa marginal superior (Pedroso, 2015).

Hymer (1960) e seguidamente Caves (1971) foram uns dos primeiros autores a criticar a abordagem neoclássica do comércio internacional, pela sua capacidade restringida para explicar os movimentos de IDE. Os autores exaltam as imperfeições estruturais do mercado, para que o IDE faça sentido e focam-se no conceito de “vantagem monopolista” para explicar o porquê de as empresas operarem em mercados estrangeiros.

O trabalho de Hymer simbolizou uma quebra com as abordagens tradicionais dos fluxos internacionais de capitais, baseadas nas diferenças das taxas de juros entre países. Hymer (1960) procura perceber os motivos que levam as empresas a investir em mercados externos, em que existem vários riscos e custos elevados relativos a dificuldades no acesso às informações, transportes, a nível de comunicações e ética empresarial, que não existem para empresas locais. A razão identificada pelo autor reside no facto das empresas deterem vantagens monopolistas, muitas vezes designadas de vantagens específicas de propriedade (*ownership specific advantages*), que lhes possibilitam competir localmente com as empresas da região. Estas vantagens podem derivar de um conjunto de

---

<sup>1</sup> A abordagem inicial no capítulo 1.1 tem como base as dissertações de Santos (2017) e Azevedo (2016)

conhecimentos (tecnologia, gestão, patentes, capital humano), capacidades produtivas (economias de escala, diferenciação do produto, acesso a matérias-primas), ou vantagens de cariz institucional, que lhes permite equilibrar os custos por estarem situados em território estrangeiro. Posteriormente, mantendo o destaque na existência de imperfeições de mercado, Caves (1971) modifica ligeiramente a análise de Hymer. Ao invés da conduta das empresas multinacionais determinar a estrutura do mercado, é a estrutura – concorrência monopolística – que vai determinar a internacionalização da produção (Faeth, 2009).

Entretanto, a teoria da internalização teve como um dos contributos de Coase (1937) desenvolvidos no contexto da teoria da empresa e da teoria dos custos de transação. A aplicação desta teoria às empresas multinacionais, foi realizada de forma estruturada por Buckley e Casson (1976), que afirmam que as empresas optam pelo IDE quando constatarem que os benefícios líquidos, resultantes do controlo de atividades internas no estrangeiro e das transações que daí decorrem superam os custos respetivos. Rodrigues (2009), afirma que não é a posse de ativos (vantagens) únicos que, por si só, dão vantagens às empresas, é sim o processo de internalizar tais ativos, em contraposição com a hipótese de os vender a um produtor estrangeiro, que dá à empresa multinacional a sua vantagem única, através de relações comerciais externas.

A teoria eclética proposta por Dunning (1997), consiste numa explicação para as operações internacionais de produção das multinacionais que será determinado pela configuração de três conjuntos de forças, ou vantagens comparativas: vantagens de propriedade (*Ownership advantages*), vantagens de localização (*Location advantages*) e vantagens de internalização (*Internalization advantages*).

As vantagens de propriedade, são vantagens detidas pelas empresas pelo menos temporariamente, que lhes concede uma superioridade sobre os concorrentes nos mercados externos. As vantagens de localização, são relativas às vantagens comparativas do país de destino e podem destacar-se a existência de barreiras comerciais, que tendem a restringir as importações, favorecendo o investimento direto, o tipo de recursos naturais, a proximidade dos mercados finais, condições de transporte, características e custo do fator trabalho, ou distância cultural (Jacinto, 2005 citada por Pedroso (2015)).

A outro nível, a teoria sintética foi desenvolvida por Mucchielli com o objetivo de dar resposta a algumas insuficiências encontradas pelo autor na teoria eclética, com base nas

novas formas de investimento estrangeiro acima mencionadas (Combe & Mucchielli, 1998). No desenvolvimento da sua teoria, Mucchieli identifica duas etapas. Num primeiro nível, o autor clarifica a relação entre a empresa e o país. As vantagens ao nível da empresa são enquadradas no conceito de vantagem competitiva proposto por Porter (1987), que podem basear-se em custos de produção mais reduzidos ou na diferenciação do produto. As vantagens ao nível do país, são englobadas no conceito de vantagem comparativa, onde podem ser inseridas as vantagens de localização, que compreendem os custos relativos em termos de dotações fatoriais (capital, trabalho, terra), a tecnologia global (gap tecnológico sectorial, ambiente relativo a I&D) e a procura interna (dimensão do mercado, nível de rendimento, etc.). Numa segunda fase incorpora a reação das empresas, como expressão das interações estratégicas com as suas rivais e não exclusivamente, às reações das empresas às imperfeições de mercado (Fontoura, 1997). Desta forma, o principal alicerce desta teoria é a existência ou ausência de articulação entre as vantagens competitivas das empresas em comparação com os países de origem, que irão determinar a decisão de localização das empresas e conseqüente investimento e fluxos de comércio entre os países. As empresas oferecem produtos e procuram fatores de produção e os países procuram produtos (através dos consumidores) e oferecem fatores produtivos (através do mercado de fatores).

Entretanto, mais recentemente, uma literatura em rápida expansão tentou estender às multinacionais as conclusões alcançadas por vários estudiosos. Sendo observado as diferenças entre as empresas que produzem exclusivamente para o mercado interno e as que vendem parte de sua produção para o exterior. Estes estudos mostram, para uma ampla gama de países, que existe uma heterogeneidade substancial entre empresas em termos de rentabilidade e eficiência, mesmo dentro de setores com alto nível de desagregação e que estas diferenças se refletem na capacidade de exportação das empresas (Bernard & Jensen 1999, 2004 e Bernard, Eaton, Jensen & Kortum, 2003).

Verifica-se que uma grande parte das exportações de um país, depende de um pequeno número de grandes exportadores, que gozam de uma produtividade e vantagem tecnológica sobre outros. As empresas exportadoras têm esta vantagem, ao invés das empresas que servem apenas o mercado interno. Esta mesma vantagem também favorece as empresas multinacionais que são geralmente mais produtivas, mais "intensivas em competências" e maiores não só do que as empresas nacionais, mas também aquelas que

exportam enquanto continuam a produzir em casa (Helpman, Melitz & Yeaple, 2004; Bernard, Andrew, Jensen, Peter & Schott 2005; Castellani & Zanfei, 2007).

O modelo desenvolvido por (Helpman, Melitz & Yeaple em 2004), estende o desenvolvido por (Melitz, 2003), para explicar a estreita correlação entre produtividade e capacidade de exportação. No modelo anterior de Melitz, numa economia que consiste em um único setor comercial, cada empresa produz um bem diferenciado em concorrência monopolística; a heterogeneidade entre as empresas é garantida por um nível diferente de produtividade, que cada empresa "descobre" após entrar no mercado. As empresas enfrentam custos variáveis nas exportações e custos fixos, tanto no mercado interno como, mais elevados, no alcance dos mercados externos, consistentemente com a evidência empírica sobre custos afundados (Roberts & Tybout, 1997; Bernard & Jensen, 2004; Bugamelli & Infante 2003).

Helpman et al. (2004) estendem o modelo de Melitz, introduzindo a possibilidade de servir mercados estrangeiros não apenas exportando, mas produzindo localmente. Ao escolher entre estas duas modalidades, as empresas enfrentam um *trade-off* entre os custos mais elevados incorridos para reproduzir no estrangeiro as mesmas instalações de produção criadas em casa - renunciando assim a economias de escala - e a vantagem de não terem de suportar os custos de exportação de produtos do seu próprio país para o mercado externo. O modelo de Helpman, Melitz e Yeaple presta-se a explicar o IDE horizontal, motivado essencialmente pela vantagem de produzir diretamente no mercado de exportação, embora apenas as empresas mais produtivas se tornem multinacionais, pois conseguem suportar o custo fixo de produção no exterior. Este custo é demasiado elevado para as empresas de média produtividade, que preferem servir os mercados externos através das exportações. As empresas de baixa produtividade, produzem apenas para o mercado interno ou optam por sair do mercado para evitar perdas.

Head e Ries (2003) ampliam o modelo para considerar tanto o IDE horizontal quanto o IDE vertical. Os resultados predizem que as multinacionais que operam em mercados emergentes para reduzir os custos de mão-de-obra apresentam baixa produtividade, enquanto as empresas mais produtivas preferem atender diretamente a mercados avançados com altos níveis de procura. Além disso, as multinacionais frequentemente seguem estratégias mistas, como sugerido por Grossman, Helpman e Szeidl (2006). Por exemplo, as empresas podem estar em fases únicas de produção "offshore" para vários

países, dependendo da procura e do custo dos fatores. A estratégia que a empresa escolhe depende de múltiplos fatores, portanto a relação entre produtividade e estratégia de internacionalização pode variar muito.<sup>2</sup>

### **1.3. Seleção e alvos do IDE**

De acordo com Dunning (2002) existem quatro motivações principais de cariz económico para a realização do IDE, que se distinguem em função dos principais objetivos estratégicos das empresas multinacionais. É de realçar que estas motivações dependem da fase de expansão internacional da atividade em que as empresas se encontram. Numa fase inicial, as empresas investem no exterior essencialmente para aceder a recursos e a mercados, numa fase mais avançada, utilizam o IDE para melhorar o seu posicionamento no mercado global, aumentando a sua eficiência económica ou acedendo a novas fontes de vantagem competitiva (recursos estratégicos) (Fonseca, 2014), (Silva, 2014).

A dimensão e abrangência do IDE no mundo, motivam a análise dos efeitos do IDE nas economias nacionais, em particular, a comparação do desempenho das empresas controladas no estrangeiro com as empresas nacionais, a fim de avaliar a existência de diferenças sistemáticas devidas especificamente à aquisição estrangeira.

Podem ser identificadas duas correntes principais da literatura teórica que trata dos diferentes desempenhos das empresas controladas no exterior: A primeira está relacionada à hipótese geral da existência de vantagens para as empresas multinacionais em relação às empresas puramente nacionais (Hymer, 1960; Dunning, 1988). Num contexto de heterogeneidade de produtividade das empresas dentro do setor, apenas as empresas mais produtivas se envolvem em IDE, dado que a entrada num mercado externo envolve custos fixos elevados (Helpman et al., 2004).

Isto, por sua vez, implica que a melhoria no desempenho de uma empresa estrangeira dependa da transferência de ativos proprietários da matriz (Multinacional). Os investidores estrangeiros são de facto capazes de transferir tecnologia superior e práticas organizacionais para potenciais subsidiárias locais (Navaretti & Venables, 2004), de forma gerar um “prémio de propriedade estrangeira”.

---

<sup>2</sup> A abordagem inicial no capítulo 1.2 tem como base a dissertação de Pedroso (2015)

A segunda deriva do mercado de literatura do controlo corporativo em que este fluxo explica, o diferente desempenho das empresas controladas no exterior. De acordo com Manne (1965), empresas estrangeiras com bom desempenho escolhem empresas com baixo desempenho para suas aquisições, (seleção negativa) a fim de remover gestores ineficientes e explorar plenamente o potencial da empresa. A seleção negativa, também poderia emergir de altas assimetrias de informação sobre a qualidade da empresa local adquirida. Pode também acontecer que, pelo contrário, a aquisição internacional ocorra apenas com as melhores empresas nacionais, de modo que o seu desempenho superior se deva parcialmente ao processo de seleção (seleção positiva). Guadalupe, Kuzmina e Thomas (2012), explicam a seleção em termos de complementaridades entre as características das empresas estrangeiras e nacionais. Como exemplo, eles citam a introdução de um novo produto num novo mercado (estrangeiro), através da aquisição de uma empresa nacional, que será mais valiosa quanto maior for a capacidade de marketing da empresa adquirida.

Estudos empíricos têm investigado o processo de seleção com conclusões mistas. Muitos autores encontram evidências de seleção positiva. Guadalupe et al. (2012) encontram evidências de aquisição estrangeira das empresas mais produtivas dentro das indústrias, Blonigen, Fontagné e Toubal (2012), encontram uma maior probabilidade de aquisição estrangeira de empresas nacionais com níveis de produtividade mais elevados alguns anos antes da aquisição. Gelübcke (2013), descobrem que as empresas industriais alemãs com produtividade acima da média têm maior probabilidade de se tornarem alvos de aquisições estrangeiras. Ao mesmo tempo, Gelübcke mostra que o oposto é verdadeiro no que diz respeito à rentabilidade, uma vez que as empresas de muito baixo desempenho são os alvos favoritos das multinacionais. A evidência de seleção negativa devido às assimetrias de informação é menos comum, no entanto Gioia e Thomsen (2004), identificam a seleção negativa para empresas dinamarquesas adquiridas por multinacionais nos anos noventa.

No entanto, uma grande limitação destes estudos é que, em geral, a seleção positiva ou negativa, é analisada sem considerar o elemento preço na condução da decisão de aquisição juntamente com as características de desempenho. De facto, o preço pode fazer de uma aquisição um bom ou mau negócio, dependendo da "qualidade" da empresa associada.

## **1.4.Efeitos do IDE nas Empresas Alvo**

### **1.4.1. Efeitos positivos**

É amplamente reconhecido que o investimento direto estrangeiro (IDE), produz benefícios económicos para os países beneficiários ao fornecer capital, divisas, tecnologia, concorrência e ao melhorar o acesso aos mercados estrangeiros (Banco Mundial, 1999; Caves, 1974; Crespo & Fontoura, 2007; Romer, 1993; UNCTAD, 1991).

Assim, para os países em desenvolvimento (a maioria dos quais opera na armadilha do equilíbrio de baixo nível, ou seja, baixa taxa de poupança, seguida de baixa taxa de investimento e portanto, baixa taxa de crescimento), a hipótese de poder escapar da armadilha da pobreza, importando capital do exterior sob a forma de investimento estrangeiro direto, pode ser uma boa possibilidade (Hayami & Yujiro, 2001). Os benefícios do IDE não são desconhecidos para os países em desenvolvimento. Na verdade, a maioria dos países em desenvolvimento está a competir entre si para atrair uma quantidade considerável de IDE adotando diferentes políticas promocionais, tais como a liberalização dos regimes comerciais, o estabelecimento de zonas económicas especiais e a oferta de incentivos aos investidores estrangeiros.

O pressuposto de que o IDE promove ganhos de desempenho é baseado na teoria da internalização em Multinacionais, segundo a qual as suas subsidiárias estrangeiras beneficiam da transferência de ativos intangíveis próprios, e são suscetíveis de gozar de maiores níveis de produtividade e rentabilidade em relação aos seus homólogos locais (Blomström, Kokko, & Zejan, 2000; Caves, 1996; Dunning, 1993).

Existem duas teorias concorrentes sobre o efeito do IDE no desempenho, a teoria da internalização desenvolvida por Coase (1937) e a responsabilidade da internacionalização conceitualizada por Hymer (1976). A tese de que as empresas estrangeiras superam o desempenho das empresas de propriedade local, derivam da teoria da internalização, segundo a qual o IDE ocorre quando uma empresa possui ativos intangíveis próprios (ou seja, específicos da empresa), como de pesquisa, ou patentes de tecnologia, que não podem ser facilmente copiadas e podem ser capitalizadas por transferência interna para filiais estrangeiras (Blomström et al., 2000; Dunning, 1993). Por outro lado, a teoria da responsabilidade estrangeira (por exemplo: Hymer, 1976; Zaheer, 1995) leva à previsão oposta, pois argumenta que os grupos estrangeiros estão menos familiarizados com os mercados, cultura e práticas comerciais locais do que os seus concorrentes residentes, em

que muitas das vezes os mesmos não possuem conexões políticas assim como redes de informação no país anfitrião(recetor). Estas circunstâncias podem dificultar o controlo do grupo e resultar em pior desempenho para empresas de propriedade estrangeira(filiais) do que para aquelas com proprietários locais.

Há evidências empíricas que suportam as duas hipóteses concorrentes mencionadas acima. Por exemplo, pesquisas realizadas na Itália (Piscitello & Rabbiosi, 2005), no México (Khawar, 2003), na Turquia (Yasar & Morrison Paul, 2007), no Reino Unido (Conyon, Girma, Thompson & Wright, 2002), bem como alguns estudos de base internacional (Djankov, 1999), documentam a existência de uma produtividade superior das empresas de propriedade estrangeira(filial) em comparação com a sua propriedade local(empresa-mãe), o que geralmente é atribuído à maior experiência, recursos, reputação e credibilidade dos estrangeiros (Caves, 1996; Huang & Shiu, 2009). Existem ainda estudos onde se verifica que a propriedade estrangeira está associada não só a um aumento da produtividade, mas também a um maior desempenho financeiro (Chang, Chung & Moon, 2013).

O estudo de Chang, Chung e Moon (2013), utilizou como base de dados, a Base de dados Anual de Inquérito Industrial do Gabinete Nacional de Estatística da China (NBS) desde 1998 até 2006. O NBS, recolhe informação financeira sobre a indústria privada e publica agregada nos Anuários Estatísticos da China, todas as empresas chinesas são obrigadas a cooperar com esta entidade com informação financeira fiável.

Na amostra utilizada foram identificadas 31.435 *joint-ventures* minoritárias, em que 2.991 foram convertidas em subsidiárias totalmente detidas e 28.444 permaneceram como *joint-ventures*, assim como, existiu um aumento no número de conversões de *joint-ventures* minoritárias<sup>3</sup> para subsidiárias integrais, de 177 casos em 1999 para 649 casos em 2006.

De forma a medir o impacto sobre o desempenho financeiro no estudo realizado por Chang, Chung e Moon (2013), estes utilizaram variáveis explicativas desfasadas no tempo. As principais variáveis utilizadas foram:

---

<sup>3</sup> Segundo Gatignon e Anderson (1988) as *joint-ventures* podem ser subdivididas em *joint-ventures* maioritárias (onde o parceiro estrangeiro detém mais de 50% do capital) e *joint-ventures* minoritárias (onde o parceiro estrangeiro detém entre 25% e 50% do capital)

ROA(Retorno sobre Ativos) ,como medida de desempenho financeiro; ROA operacional que é calculado pelo quociente do Rendimento Operacional pelo Ativo Total; Dimensão, medida através do logaritmo dos ativos; Alavancagem, medida pelo quociente da dívida total pelo ativo total; Rácio de Exportação, medida pelo quociente entre as Exportações e o total das vendas; Rácio de Ativos Intangíveis, medida através do quociente entre os ativos intangíveis e o ativo total; Rácio de Ativos Fixos, medido através do quociente entre os Ativos Fixos pelo Ativo Total.

Chang, Chung e Moon (2013), acreditam que a rubrica de ativos intangíveis no balanço de uma subsidiária estrangeira é um indicador chave, da transferência de ativos intangíveis de uma empresa-mãe multinacional para subsidiárias, Atividades de I&D ou publicidade, realizadas em filiais estrangeiras, seriam consideradas como despesas correntes nas declarações de rendimentos das empresas filiais, mas, a tecnologia, marcas, e marcas registadas que são desenvolvidas por empresas-mãe multinacionais, noutros locais e depois transferidas para as suas filiais estrangeiras são normalmente tratadas, como investimentos em ativos intangíveis que podem ser amortizados durante vários anos (Kieso, Weygandt, & Warfield, 2010). Por outro lado, os autores consideraram o Rácio de ativos fixos com bastante importância uma vez que a transferência de tecnologia ocorre frequentemente sob a forma de maquinaria ou equipamento mais sofisticado, o que aparecerá como um aumento dos ativos fixos.

Estes ativos assim como os ativos intangíveis, são considerados importantes no que toca a este tipo de operações pois são considerados essenciais para as decisões de empreendimentos conjuntos.

Complementarmente, usando uma variável que considera as empresas mãe estrangeiras e divide-se em dois tipos, investidores de etnia chinesa de Hong Kong, Macau e Taiwan (HMT) e não étnicos, em que são consideradas como empresas multinacionais chinesas estrangeiras. Esta variável é codificada como 1, se as ações de propriedade detidas por investidores étnicos chineses são maiores do que aqueles detidos por investidores estrangeiros chineses não-étnicos, e 0 caso contrário. Todas as variáveis explicativas foram ainda desfasadas no tempo de forma a clarificar algumas relações. Foram ainda eliminadas observações com valores extremos(*outliers*), nomeadamente empresas com um ROA superior a 100%.

O objetivo do estudo de Chang, Chung, & Moon (2013), foi uma comparação entre 2 grupos *joint-ventures* e filiais detidas a 100%, os autores compararam o desempenho destes dois grupos durante 3 anos. Os resultados demonstraram uma melhoria significativa e constante no desempenho medido pelo ROA e pelo ROA Operacional, das filiais detidas a 100% que excede em muito os das *joint-ventures*. Esta melhoria verificase de uma forma mais acentuada nas indústrias que são caracterizadas por uma forte intensidade de I&D e publicidade. Os autores concluem ainda que a melhoria verificada no desempenho se reflete num aumento de vendas e de ativos intangíveis e fixos. Por fim os mesmos concluem que filiais detidas a 100% possuem um melhor desempenho do que uma *joint-venture*.

Complementarmente, muitos estudos têm sido conduzidos para responder à questão de se as empresas com proprietários estrangeiros têm um desempenho melhor do que as empresas controladas domesticamente. Barbosa e Louri (2005), defendem que as empresas multinacionais mostram um maior desempenho devido a determinadas supremacias, compostas por vantagens financeiras, diferenciação de produtos, vantagens de marketing, vantagens decorrentes de administração superior ou da capacidade de explorar economias de escala.

A maioria dos estudos empíricos sobre os resultados ou vantagens de propriedade estrangeira converge para a sua existência, principalmente em termos de produtividade e salários. Arnold e Javorcik (2009), constatam que um conjunto de variáveis de desempenho para a Indonésia, incluindo salários e produtividade, aumentam sob a propriedade estrangeira. Girma e Gorg (2007), descobrem efeitos salariais positivos para as empresas britânicas após uma aquisição por uma multinacional norte-americana.

Grant (1987), avaliou a relação entre o desempenho do retorno e fatores explicativos para o Reino Unido, o que demonstrou que existe uma relação positiva entre a propriedade estrangeira e a rentabilidade da empresa. Segundo Grant (1987), existem várias razões para esperar que o grau de multinacionalidade de uma empresa esteja positivamente relacionado com a sua rentabilidade:

- Ativos intangíveis - Caves (1971) afirma que o principal fator que estimula o investimento direto no estrangeiro por parte das empresas é o desejo de explorar ativos intangíveis, específicos da empresa, cujos mercados se caracterizam por várias imperfeições, incluindo imobilidades, informação limitada e monopólio.

Estes ativos incluem *know-how* tecnológico, propriedade de marcas, e várias competências de gestão e organização.

- Poder de mercado conferido pelo âmbito internacional – Existem duas formas em que a multinacionalidade pode contribuir para um aumento de poder de mercado.

Dada a sua dimensão as multinacionais, podem achar fácil quebrar certas barreiras de entrada em torno de indústrias semelhantes noutros países e com isso explorar lucros nesses mercados.

- Capacidade para empreender investimentos de risco – A diversificação geográfica de multinacionais resulta em benefícios relativamente a distribuição de riscos, que lhes proporciona empreender atividades mais arriscadas, de forma a obter lucros mais elevados de que as empresas com menos opções de distribuição de risco. Shaked (1986), demonstra que as empresas multinacionais americanas têm uma menor probabilidade de insolvência e uma menor variância de rendimentos de equidade do que as empresas baseadas a nível nacional.
- Alargamento das oportunidades de investimento – Uma empresa dispersada geograficamente, contém a possibilidade de conseguir uma vasta oportunidade de investimentos comparativamente com uma empresa doméstica.

O estudo de Grant (1987), era constituído por uma amostra de 304 empresas da indústria transformadora, cotadas, de propriedade britânica retiradas da lista do *The Times*, 500 das maiores empresas britânicas. Os rácios de produção no estrangeiro para cada empresa durante o período de 1968 a 1984 foram calculados por Jamine (1984), que utilizou contas públicas. Os dados financeiros utilizados para este estudo foram fornecidos pelo Serviço de Dados de empresas EXSTAT. No seu estudo, o desempenho foi medido pelo crescimento das vendas e pela rentabilidade.

Variáveis utilizadas:

- A principal medida do desempenho dos lucros foi o rendimento antes de impostos, antes de juros sobre o ativo líquido; Retorno do Capital Próprio; Retorno das Vendas; Valor da produção no estrangeiro como proporção das vendas totais da empresa; Logaritmo das receitas de vendas da empresa;

O estudo elaborado por Grant (1987), procura investigar o impacto da multinacionalidade no desempenho de uma empresa, ou seja, relacionar a produção no estrangeiro com o

desempenho empresarial, para isso utilizou regressões normais dos mínimos quadrados de rentabilidade, crescimento das vendas de rácio de produção no estrangeiro e outras variáveis independentes. Devido a certas limitações de dados, não foi possível para o autor testar todas as hipóteses, visto que não havia dados disponíveis sobre publicidade e despesas em I&D a nível da empresa, como também não foi possível testar o impacto dos ativos intangíveis na rentabilidade. No entanto, segundo Comanor e Wilson (1974) e Caves, Porter, Spence e Scott (1980), na sua investigação mostram que as intensidades de investigação e publicidade são influências importantes nos diferenciais de desempenho industriais.

A principal conclusão de Grant (1987), foi que o rácio de produção no estrangeiro teve uma influência positiva altamente significativa que foi consistente entre as três medidas de rentabilidade. Para um grande grupo de grandes empresas transformadoras do Reino Unido, a multinacionalidade foi positivamente associada a uma rentabilidade superior durante um período de 13 anos.

A conclusão de que o efeito da expansão multinacional é importante sobre o desempenho e largamente independente da direção da expansão. Se a associação positiva entre multinacionalidade e rentabilidade, se deveu principalmente ao menor retorno do investimento ganho na Grã-Bretanha em comparação com outros países, então é provável que a direção do investimento estrangeiro seja o principal fator a afetar a sua rentabilidade. A ausência de diferenças regionais significativas juntamente com a relativa falta de importância dos efeitos da indústria, sugere que o desempenho das empresas multinacionais depende menos de fatores nacionais e industriais do que de fatores ao nível da empresa, em particular dos recursos e competências que as empresas multinacionais comandam e das estratégias que utilizam para utilizar estes ativos.

Num estudo realizado para as empresas de capital aberto na Bélgica, Gorthels e Ooghe (1997), testaram se o desempenho das empresas estrangeiras superava ou não o desempenho das empresas nacionais e concluíram que as empresas com participação estrangeira, têm melhores medidas de desempenho do que as suas congéneres nacionais. Estes autores combinaram duas amostras, denominadas por grandes empresas, que consiste em empresas belgas adquiridas por estrangeiros e pequenas empresas belgas que consiste em empresas adquiridas por um belga. Essas amostras eram constituídas por vinte e seis empresas belgas e cinquenta e cinco empresas estrangeiras.

Os critérios utilizados para a seleção da amostra foram , o Volume de Negócios , o nº de empregados de cada empresa. De forma avaliar o desempenho Gorthels e Ooghe elaboraram um conjunto de rácios financeiros, como o ROA, ROE, Rotação de Ativos e Margem Líquida.

Além disso, Qian (1998), analisou as empresas industriais americanas para o período 1981-1992 e concluiu que o desempenho de retorno é diferente com a mudança no envolvimento estrangeiro, ou seja, a propriedade estrangeira tem um efeito significativo nas medidas de desempenho das empresas.

Alan e Steve (2005), também analisaram a questão da participação estrangeira para as empresas no Reino Unido, examinando 333 aquisições no exterior para o período 1984-1995, onde concluíram que a participação estrangeira tem retornos positivos e significativos no desempenho das empresas sendo, os Ativos Intangíveis e o Volume de Negócios utilizados como medida de desempenho. A análise empírica realizada para os países em desenvolvimento por Lecraw (1984), Willmore (1986) e Majumdar (1997) demonstram que a propriedade estrangeira tem um impacto sobre o desempenho das empresas, estes afirmam que empresas com laços de propriedade estrangeira têm um melhor desempenho do que as empresas nacionais com características semelhantes, sendo o ICOR(Incremental Capital Output Ratio ou Índice de Saída de Capital Incremental) que explica a relação entre o nível de investimento realizado na economia e consequente aumento do PIB, as exportações , as vendas assim como a participação acionista utilizados como medidas de desempenho. Foi afirmado que as empresas com vínculos de propriedade estrangeira têm melhor desempenho do que as empresas nacionais com características semelhantes. Além disso, Chhibber e Majumdar (1999), tem em conta considerações de controlo estrangeiro para o mercado indiano e concluem que as empresas com vínculos de propriedade estrangeira superam as empresas nacionais. Os mesmos provam que as empresas com participação estrangeira apresentavam um desempenho relativamente superior quando o retorno das vendas era usado para medir o desempenho. Os autores utilizaram uma amostra com mais de mil empresas indianas cotadas na bolsa de valores de Bombaim, para a recolha de dados os autores utilizaram diversas fontes como, o Centro de Monitorização da Economia Indiana, Bolsa de Valores de Bombaim assim como Ministério do Direito, Justiça, e Assuntos de Empresas do Governo da Índia. Como medida de desempenho, neste estudo foram utilizadas duas

variáveis o ROA e o ROE, no seu estudo ainda foram utilizadas outras variáveis independentes como as importações, dimensão e antiguidade.

De forma similar, Blomström e Sjöholm (1999), demonstram que a propriedade estrangeira na Indonésia resulta em maior produtividade de trabalho; apoiando as conclusões de Blomström e Sjöholm (1999), Khawar (2003), analisou o mercado mexicano e concluiu que as empresas estrangeiras são mais produtivas do que as empresas nacionais. Também Douma, George e Kabir (2011), conduziram um estudo para o mercado indiano e analisaram o efeito da participação estrangeira no desempenho das empresas indianas, e concluíram que a participação estrangeira afeta positivamente o desempenho da empresa recetora.

Gunduz e Tatoglu (2003), examinaram o mercado turco e chegaram à conclusão de que as empresas de propriedade estrangeira têm um desempenho significativamente melhor do que as empresas nacionais, sendo o ROA utilizado como medida de desempenho. Além disso, Aydin e Yalama (2007), investigou se as empresas de propriedade estrangeira têm melhor desempenho do que as empresas de propriedade nacional e concluíram que as empresas com propriedade estrangeira, têm melhor desempenho do que as suas contrapartes nacionais em termos de ROA. Willmore (1986), verificou um melhor desempenho financeiro para as empresas de capital estrangeiro em comparação com as empresas nacionais, o mesmo analisou 282 pares de empresas brasileiras e mostrou que as empresas de capital estrangeiro obtinham índices superiores de valor agregado à produção e maior intensidade de capital.

#### **1.4.2. Efeitos negativos**

Na maioria dos estudos, verificamos que o efeito provocado pela propriedade estrangeira afeta positivamente o desempenho da empresa, apesar de existirem alguns estudos com resultados bem diferentes.

Na verdade, pode-se admitir que os empresários nacionais podem ter mais conhecimento do ambiente local do que os investidores estrangeiros (Huang & Shiu, 2009), o que pode eventualmente levar a um melhor desempenho. Aitken e Harrison (1999), estudaram cerca de 4.000 empresas venezuelanas e descobriram que um aumento na participação estrangeira afetou negativamente a produtividade de empresas inteiramente nacionais do mesmo setor. Um estudo realizado por Kim e Lyn (1990), indicou que as empresas estrangeiras nos Estados Unidos eram menos lucrativas do que as empresas nacionais

selecionadas aleatoriamente; os mesmos constataram que as empresas estrangeiras nos Estados Unidos gastavam mais em pesquisa e desenvolvimento e tinham níveis de endividamento mais elevados.

Resultados semelhantes foram também alcançados por Konings (2000), que não encontrou evidência de empresas estrangeiras com melhor desempenho do que as nacionais na Bulgária e na Roménia. Além disso, Globerman, Ries e Vertinsky (1994), afirmam que uma vez descontados os efeitos da intensidade e tamanho do capital para empresas multinacionais domiciliadas no Canadá, estas não eram significativamente mais produtivas do que as empresas nacionais.

Existem outros estudos que mostram que, apesar da seleção positiva, a participação estrangeira não se traduz em melhoria da produtividade. Com efeito, Benfratello e Sembenelli (2006), analisam uma amostra da produção italiana de empresas e concluem que a propriedade estrangeira não tem efeito sobre a produtividade; Harris e Robinson (2002), mostram que, após aquisições estrangeiras, a produtividade diminui num grupo de empresas britânicas. Da mesma forma, Wang e Wang (2015), comparam as mudanças em desempenho de empresas adquiridas por grupos estrangeiros e nacionais na China e constatam que a propriedade estrangeira não traz ganhos adicionais de produtividade, no que diz respeito a aquisições domésticas.

#### **1.4.3. Efeitos não lineares:**

No seu estudo, Akimova e Schowödiauer (2004), mediram a estrutura de propriedade pela percentagem de ações detidas por cada tipo de proprietário em médias e grandes empresas ucranianas e demonstram que o impacto da propriedade estrangeira no desempenho não é linear: o seu efeito é positivo apenas até um certo nível, que fica aquém da propriedade maioritária. Segundo os autores, esta não-linearidade é causada por um ambiente institucional adverso aos investidores estrangeiros. Similarmente, Greenaway, Guariglia e Yu (2014), no seu estudo examinam a relação entre o grau de propriedade estrangeira e o desempenho das empresas chinesas, e constataram que as *joint ventures* têm um desempenho melhor do que as empresas de propriedade totalmente estrangeira e as empresas totalmente nacionais. De facto, embora a produtividade e a rentabilidade tenham inicialmente aumentado com a participação estrangeira, elas começaram a diminuir quando a participação estrangeira atingiu 64%. Portanto, os autores sugeriram que alguma propriedade doméstica é necessária para garantir um desempenho ótimo, e

racionalizaram essas conclusões com um modelo de relação inversa em forma de "U", entre propriedade e desempenho.

Seguidamente apresenta-se a tabela 1 que consiste num resumo dos estudos referenciados, sobre o efeito do Capital Estrangeiro e os seus resultados em empresas de diversos países:

<b>Autor</b>	<b>Ano do Estudo</b>	<b>País em Estudo</b>	<b>Resultado</b>
Piscitello & Rabbiosi	2005	Itália	Efeito Positivo
Khawar	2003	México	Efeito Positivo
Yasar & Morrison Paul	2007	Turquia	Efeito Positivo
Chang, Chung, & Moon	2013	China	Efeito Positivo
Arnold & Javorcik	2009	Indonésia	Efeito Positivo
Gunduz & Tatoglu	2003	Indonésia	Efeito Positivo
Conyon et al,	2002	Reino Unido	Efeito Positivo
Girma & Gorg	2007	Reino Unido	Efeito Positivo
Grant	1987	Reino Unido	Efeito Positivo
Alan & Steve	2005	Reino Unido	Efeito Positivo
Gorthels & Ooghe	1997	Bélgica	Efeito Positivo
Qian	1998	América do Norte	Efeito Positivo
Chhibber & Majumdar	1999	India	Efeito Positivo
Willmore	1986	Brasil	Efeito Positivo
Doms & Jensen	1995	Estados Unidos da América	Efeito Positivo
Aitken & Harrison	1999	Venezuela	Efeito Negativo
Kim & Lyn	1990	Estados Unidos da América	Efeito Negativo
Konings	2000	Bulgária e Roménia	Efeito Negativo
Globerman et al,	1994	Canadá	Efeito Negativo
Harris & Robinson	2002	Reino Unido	Efeito Negativo
Akimova & Schowödiauer	2004	Ucrânia	Efeito não linear
Greenaway, Guariglia & Yu	2014	China	Efeito não linear

*Tabela 1 - Quadro resumo - Resultados dos Estudos referenciados - Efeitos do Capital Estrangeiro;*

## CAPÍTULO II – DADOS E METODOLOGIA

---

### 2.1. Objetivos e Hipóteses de Partida do Estudo

Ao longo deste capítulo são apresentadas as hipóteses de partida, a base de dados, assim como a metodologia utilizada para atingir os objetivos propostos.

A presente dissertação tem como objetivo principal, avaliar o impacto da presença de capital estrangeiro na performance financeira das empresas Portuguesas da indústria transformadora. Para isso usam-se alguns modelos econométricos para uma amostra de empresas da indústria transformadora recolhidas da base de dados SABI, durante o período de 2010 a 2018.

De acordo com as conclusões retiradas da revisão de literatura elaborada, e mais propriamente, na sequência dos estudos elaborados por Chang, Chung, e Moon, (2013) e Grant (1897), em que ambos concluem que existe uma relação positiva entre a rentabilidade e a presença de Capital Estrangeiro, elaboramos as seguintes hipóteses de partida:

**H1:** Existe uma relação positiva entre a Rentabilidade empresarial e a presença de Capital Estrangeiro.

a) existe uma relação positiva entre o ROA e a variável representativa da existência de Capital Estrangeiro.

b) existe uma relação positiva entre o ROE e a variável representativa da existência de Capital Estrangeiro

c) existe uma relação positiva entre o ROS e a variável representativa da existência de Capital Estrangeiro.

**H2:** Existem diferenças na forma e na intensidade de como as restantes variáveis independentes exercem impacto sobre a rentabilidade entre empresas com e sem capital estrangeiro.

## 2.2. Amostra de empresas

Para obtenção da amostra final de 1.194 empresas, foram usados os seguintes critérios:

- i. Foram consideradas apenas empresas ativas;
- ii. Apenas foram selecionadas, empresas da Indústria Transformadora;
- iii. Todas as empresas em análise deveriam possuir dados para todos os anos e todas as variáveis em estudo;
- iv. As empresas consideradas na amostra, apresentam um volume de negócios superior a dez mil euros, em cada um dos anos;
- v. Foram consideradas apenas empresas que apresentavam informações acerca da sua estrutura acionista;
- vi. Quanto à natureza jurídica foram consideradas, empresas constituídas apenas por sociedades por quotas e sociedades anónimas, foi escolhido este tipo de empresas, tendo em conta a sua natureza, pois apresentam demonstrações financeiras de qualidade superior comparativamente a outro tipo de empresas.

Procedemos ainda à eliminação de várias observações obtidas sem sentido económico, nomeadamente, observações que apresentavam valores negativos de ativos e posteriormente, a base de dados foi ainda alvo de processo de tratamento de *outliers*<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Relativamente ao processo de filtragem da base de dados por foram aplicados critérios de forma a tornar os dados estaticamente econometricamente mais coesos e lógicos. Em que procedemos ao tratamento dos *outliers*, valores extremos que se apresentavam fora dos limites de 1,5 x Amplitude Interquartil de forma a que foram substituídas as observações que se encontravam fora do limite inferior pelo valor de 5% quantil e aqueles que se encontravam acima do limite superior pelo valor de 95%.

## 2.3. Definição das Variáveis

### 2.3.1. Variáveis Dependentes

A presente investigação irá apresentar três variáveis dependentes, designadas por ROA (*Return on Assets*), ROS (*Return on Sales*) e ROE (*Return on Equity*) de acordo com Greenway, Guariglia e Yu (2014), Valentin, A. C. (2011) ou Crane, L. M. (2003), entre outros.

- Retorno sobre Ativos(ROA) – obtido pelo quociente entre o Resultado Líquido e o Ativo Total.
- Retorno sobre Vendas(ROS) – obtido pelo quociente entre o Resultado Líquido e o Volume de Negócios.
- Retorno sobre o Capital Próprio(ROE) – obtido pelo quociente entre o Resultado Líquido e o Capital Próprio.

### 2.3.2. Variáveis Independentes

Capital Estrangeiro – A variável *dummy* encontra-se subdividida entre 0 e 1:

- Quando é igual a 0, significa que não existem evidências de percentagem de Capital estrangeiro na estrutura acionista da empresa em 2018, logo estamos perante uma empresa apenas constituída por Capital Português.
- Quando é igual a 1, significa que existem evidências de presença de Capital estrangeiro na estrutura acionista da empresa em 2018.

Considerando que a variável acima apresentada foi obtida apenas no último ano de análise, entendeu-se necessário criar algumas variáveis de interação entre a presença de Capital Estrangeiro.

- A1 – construída pela multiplicação entre a variável de Capital Estrangeiro e Autonomia Financeira.
- A2 – determinada pela multiplicação entre a variável de Capital Estrangeiro com a Liquidez.
- A3 – determinada pela multiplicação entre a variável de Capital Estrangeiro com a variável de controlo Dimensão.

### 2.3.3. Variáveis de Controlo

As variáveis de Controlo têm como finalidade auxiliar a explicação da variação das variáveis dependentes. Foram então consideradas as seguintes variáveis de controlo (conforme os estudos desenvolvidos no âmbito do impacto da percentagem de capital estrangeiro na performance financeira das empresas nomeadamente Valentin, A. C. (2011), Crane, L. M. (2003), Greenway, Guariglia & Yu (2014) e Driffield, N., Sun, K., & Temouri, Y. (2018)):

CAE - Código da Atividade Económica, Revisão 3, com 5 dígitos.

Dimensão – Foi utilizado o Volume de Negócios para definir a dimensão das empresas nos termos n.º 1 do artigo 9.º do Decreto-Lei n.º 158/2009:

Microempresa: Volume de Negócios Líquido até 700.000€;

Pequenas Empresa: Volume de Negócios Líquido: até 8.000.000€;

Médias Empresa: Volume de Negócios Líquido: até 40.000.000€;

Grande Empresa: Volume de Negócios Líquido, superior a 40.000.000€;

Rácio de Liquidez Geral (LIQUIDEZ) – Representa o quociente entre o Ativo Corrente e o Passivo Corrente;

Rácio de Autonomia Financeira (AUTONOMIAF) – Representa o quociente entre o Capital Próprio e o Total do Ativo;

Grau de internacionalização Total (GIUET) – Representa a importância das exportações dentro e fora da União Europeia face ao volume de negócios de cada ano, calculada pelo somatório do Grau de Internacionalização dentro da União Europeia com Grau de internacionalização existente fora da União Europeia. Com a seguinte variável verificamos quais as empresas da amostra que podemos considerar internacionalizadas, ou seja identificar as empresas exportadoras ou não exportadoras;

Antiguidade - Representa o número de anos da empresa desde a sua constituição;

Intangibilidade de Ativos (ATI) - Representa o valor absoluto dos Ativos Intangíveis;

## 2.4. Modelos Econométricos

Para a análise da relação entre variáveis dependentes e independentes e estando perante uma base de dados em painel, serão aplicados vários modelos de regressão linear como, o modelo de *Pooled OLS*, o Modelo de Efeitos Fixos, o Método 2SLS (*Two-Stage Least Squares*), ou seja, um Modelo de Variáveis Instrumentais, e por fim o Método GMM (*Generalized Method of Moments*) proposto por Blundell e Bond (1998).

Numa fase inicial de análise, as equações foram regredidas usando o método dos mínimos quadrados (*Pooled OLS*). De seguida, foram testados os métodos de LSDV (*Least Squares Dummy Variables*), também conhecido como modelo de Efeitos Fixos. Com o objetivo de verificar qual o modelo mais adequado, foi elaborado um teste (teste F) para validação do modelo, de forma a perceber se devia ser considerada a especificidade de cada individuo ou não (Hipótese nula). Tendo em conta um grau de significância de 10% obteve – se um  $p - value < 10\%$  logo rejeitamos  $H_0$ , devendo optar-se pelo Modelo de Efeitos Fixos.

Seguidamente testamos o Modelo de Efeitos Aleatórios em que, os efeitos individuais não observados são tratados como uma variável aleatória com distribuição normal de média zero e variância a estimar (enquanto que nos modelos LSDV os efeitos individuais não observados são tratados como fixos). Após isto, e com o propósito de verificar qual o modelo mais adequado foi elaborado um teste para a validação do modelo que segundo Hausman (1978), possibilita decidir qual o modelo a optar, modelo de efeitos fixos ou modelo de efeitos aleatórios. A hipótese nula do teste de Hausman postula que não existe correlação entre os efeitos individuais e as variáveis explicativas, o que apontaria para o uso de um modelo de efeitos aleatórios. Através do respetivo teste obtivemos um  $p - value < 10\%$  logo rejeitamos a hipótese nula que remetia para o uso do modelo de efeitos aleatórios, desta forma ficou óbvio que se deveria optar pelo modelo de efeitos fixos.

Entretanto, a aplicação das variáveis instrumentais (IV) segundo Murteira et al. (2015), possibilita estimar de forma sólida os parâmetros de um modelo linear onde uma ou mais variáveis explicativas são endógenas<sup>5</sup>. De forma a verificar a existência de endogeneidade no modelo, foi utilizado o teste de Wu-Hausman, que possibilita detetar violações de restrições e determinar a consistência do modelo mais eficiente. O seguinte teste foi

---

<sup>5</sup> Variável Endógena: Variável definida dentro do modelo, em que o seu comportamento é explicado pela teoria em causa, nomeadamente pelo comportamento da variável independente.

realizado segundo a hipótese nula de que os regressores são exógenos. Do teste realizado, resultou um *p-value* inferior a 1%, o que demonstra que as variáveis são endógenas e assim a metodologia das IV gera um estimador mais consistente do que o modelo FE.

Por fim, devido à não execução de alguns pressupostos, optou-se ainda por proceder à aplicação do modelo GMM (*Generalized Method of Moments*). Na literatura encontrada a análise de dados em painel fundamenta-se no modelo GMM que consiste numa técnica de estimação mais avançada (Goddard, Tavakoli e Wilson, 2005). Este modelo foi utilizado em trabalhos de Arellano e Bond (1991) e Blundell e Bond (1998). O uso de modelos em painéis dinâmicos permite controlar a colinearidade entre as variáveis explicativas, assim como anular o problema da omissão de variáveis explicativas. Este modelo conta com a presença da variável dependente desfasada como um regressor do modelo, pois é possível que as empresas não reportem os seus resultados líquidos em cada período, mas sim ao longo do tempo, a utilização deste tipo de variável ainda possibilita reduzir o problema da endogeneidade entre as variáveis explicativas. Com isto, na presença de heterocedasticidade e/ou autocorrelação, a aplicação do método GMM possibilita uma estimação robusta, usando os níveis desfasados das variáveis explicativas como instrumentos para as suas primeiras diferenças, como referem Arellano e Bond (1991).

Relativamente aos testes realizados ao modelo, foram utilizados os testes de autocorrelação dos resíduos de primeira e segunda ordem, o teste de Sargan e o teste Wald. Relativamente ao teste de Sargan, e de forma a avaliar a validade dos instrumentos, os resultados obtidos são um pouco inconclusivos pois obtemos *p-values* > a 1% e *p-values* < 1 % o que impossibilita a validação total (hipótese nula) dos instrumentos utilizados. Por fim e para avaliar a qualidade de ajustamento das variáveis explicativas no seu todo em relação a variável dependente, elaborou-se o teste Wald, em que este define como hipótese nula que todos os coeficientes das variáveis explicativas são, no seu conjunto igual a zero. Em todas as regressões efetuadas validou-se e foi possível verificar que os coeficientes das variáveis explicativas são diferentes de zero.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Os resultados obtidos para ambos os modelos serão apresentados no Capítulo III.

As equações de regressão a estimar serão as seguintes sendo a primeira usada no modelo OLS (*pooled, fixed effects*, e regressão para recurso a variáveis instrumentais) e a segunda no modelo GMM:<sup>7</sup>

$$Y_{it} = \beta_1 A1_{it} + \beta_2 A2_{it} + \beta_3 A3_{it} + \beta_4 CAPITAL_{it} + \beta_5 AUTONOMIAF_{it} + \beta_6 LIQUIDEZ_{it} + \beta_7 GUIET_{it} + \beta_8 DIMENSAO_{it} + \beta_9 CAE_{it} + \beta_{10} ATI_{it} + \beta_{11} ANTIGUIDADE_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Y_{it} = \beta_0 Y1_{i-1} + \beta_1 A1_{it} + \beta_2 A2_{it} + \beta_3 A3_{it} + \beta_4 AUTONOMIAF_{it} + \beta_5 LIQUIDEZ_{it} + \beta_6 GUIET_{it} + \beta_7 DIMENSAO_{it} + \beta_8 ATI_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que:

$Y_{it}$  – variável dependente;

$Y1_{i-1}$  – variável dependente desfasada no tempo;

$\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_{11}$  – coeficientes de regressão;

$i$  – empresas = 1, ..., 1194;

$t$  – anos = 2010, ..., 2018;

$\mu_{it}$  – especificidade de cada indivíduo;

$\varepsilon$  – resíduos do modelo;

$A1$  – construída pela multiplicação entre a variável dummy Capital Estrangeiro e Autonomia Financeira;

$A2$  – calculada pela multiplicação entre a variável dummy Capital Estrangeiro e Liquidez;

$A3$  – calculada pela multiplicação entre a variável dummy Capital Estrangeiro e Dimensão;

$CAPITAL$  – variável dummy, assume valor 1 quando a empresa possui em 2018 participação estrangeira no seu capital social e assume o valor de 0, quando não

<sup>7</sup> A variável  $Y1_{t-1}$  apenas se aplica aos modelos GMM (*Generalized Method of Moments*).

*existem evidências de percentagem de Capital estrangeiro na estrutura acionista da empresa em 2018;*

*AUTONOMIAF – Representa o quociente entre o Capital Próprio e o Total do Ativo;*

*LIQUIDEZ – Representa o quociente entre o Ativo Corrente e o Passivo Corrente;*

*GUIET – Representa a importância das exportações dentro e fora da união Europeia face ao volume de negócios de cada ano calculada pelo somatório do Grau de Internacionalização dentro da União Europeia com Grau de internacionalização existente fora da União Europeia. Com a seguinte variável verificamos quais as empresas da amostra que podemos considerar internacionalizadas, ou seja identificar as empresas exportadoras ou não exportadoras;*

*DIMENSAO – Foi utilizado o Volume de Negócios para definir a dimensão as empresas de acordo com termos n.º 1 do artigo 9.º do Decreto –Lei n.º 158/2009 ;*

*CAE – Código da Atividade Económica, Revisão 3, com 5 dígitos;*

*ATI – representa o valor absoluto dos Ativos Intangíveis;*

*ANTIGUIDADE– representa o número de anos da empresa desde a sua constituição;*

## CAPÍTULO III – RESULTADOS OBTIDOS

---

### 3.1. Estatísticas Descritivas

A Tabela 2, identifica o número de empresas da amostra e a respetiva importância relativa no que se refere à presença de capital estrangeiro no capital social e ao caráter exportador ou doméstico das mesmas:

Variável Independentes		Quantidade de empresas da amostra	% Amostra
Capital Social	Apenas português	876	73,4%
	Com participação estrangeira	318	26,6%
Atividade Exportadora	Sim	1161	97%
	Não	33	3%

*Tabela 2 - Resumo da Estatística Descritiva da Amostra, Variáveis Independentes e Controlo; Fonte Rstudio; (Elaboração Própria)*

De acordo com a Tabela 2, a nossa amostra é formada por 73,4% de empresas constituídas apenas por Capital Português em 2018, e 26,6% de empresas constituídas também por Capital Estrangeiro. Por sua vez verifica-se que, grande parte das empresas da amostra são exportadoras em 97%, enquanto que 3% não realiza qualquer tipo de atividade exportadora.

Estes resultados, relativos ao peso das empresas exportadora, traduzem uma realidade bem distinta da que se vive na economia portuguesa e explicam-se pelo critério menos restritivo usado neste estudo para designar de exportadora uma empresa (qualquer empresa que nesse exporta tenha vendas para o exterior de Portugal) por comparação com os que são aplicados pelo Banco de Portugal ou pelo INE.

Na tabela 3 identificamos os valores máximos, mínimos, o desvio padrão e a média para as variáveis dependentes das empresas da amostra:

<b>Variáveis</b>	<b>Máximo</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Média</b>
ROA (%)	17.85	-9.54	5.91	4.42
ROS (%)	16.96	-8.20	5.64	3.82
ROE (%)	44.69	-20.73	3.90	11.02

*Tabela 3 - Resumo da Estatística Descritiva da Amostra; Fonte Rstudio; (Elaboração Própria);*

Para o período em estudo (2010 – 2018), o valor médio observado para a Rentabilidade dos Ativos (ROA), é de 4,42%, o que demonstra que, em média, por cada euro do ativo foram gerados resultados líquidos pelo valor de 4,42 cêntimos. Relativamente à Rentabilidade das Vendas (ROS) o valor médio observado na amostra é de 3,82%, o que demonstra que, em média, por cada euro obtido a partir das Vendas foram gerados lucros de 3,82 cêntimos. Por fim, sobre a Rentabilidade dos Capitais Próprios (ROE) o valor médio observado na amostra é de 11,02% o que demonstra que por cada euro investido em Capitais Próprios, foram, em média, gerados lucros de 11,02 cêntimos.

A tabela 4 mostra os valores médios obtidos para as 3 variáveis dependentes em estudo, comparando empresas com Capital Estrangeiro (318 Empresas) e sem presença de capital estrangeiro (876 Empresas) no capital social das empresas.

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Média</b>	<b>Diferença=(A)-(B)</b>
	<b>Capital= 1(A)</b>	<b>Capital= 0(B)</b>	
ROA (%)	5.22	4.12	+ 1.10 p. p
ROS (%)	4.24	3.66	+ 0.58 p. p
ROE (%)	12.26	10.57	+ 1.57 p. p

*Tabela 4 - Valores Médios das Variáveis dependentes e independentes com Capital Estrangeiro igual a zero e Capital Estrangeiro igual a 1; Fonte Rstudio; (Elaboração Própria);*

No geral, e em média, verificamos que as empresas que também apresentam no Capital Social participação de Capital Estrangeiro, apresentam melhores índices dos indicadores da Rentabilidade dos Ativos (ROA), da Rentabilidade das Vendas (ROS) e da Rentabilidade dos Capitais Próprios relativamente a empresas apenas constituídas por Capital Português.

A Tabela 5 identifica os valores máximos e mínimos da amostra, o desvio padrão e a média para as variáveis de Controlo deste estudo:

<b>Variáveis de Controlo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Média</b>
DIMENSAO (€)	16.20	1.79	1.09	9.78
LIQUIDEZ (%)	462.00	0.0	7.99	180.10
AUTONOMIAF (%)	99.47	-18.87	5.79	42.610
GIUET (%)	100.00	0.00	10.06	47.8
ANTIGUIDADE (Ano)	129.00	8.00	5.33	34.21
ATI (€)	290.466	0	345.44	803

*Tabela 5 - Resumo da Estatística Descritiva da Amostra, Variáveis de Controlo; Fonte Rstudio; (Elaboração Própria);*

A Tabela 6 identifica as diferenças nas médias para cada variável de controlo, entre empresas c/Capital Estrangeiro e s/Capital Estrangeiro:

<b>Variáveis de Controlo</b>	<b>Média C/Capital Estrangeiro(A)</b>	<b>Média S/Capital Estrangeiro(B)</b>	<b>Diferença=(A)-(B) (p.p)</b>
DIMENSAO	10.01	9.5	+0,51
LIQUIDEZ	149.4	144.9	+4,5
AUTONOMIAF	46.19	37.77	+8.42
GIUET	65.0	42.0	+23.00
ANTIGUIDADE	29.00	30.00	-1.00
ATI	13.0	7.00	+6.00

*Tabela 6 - Médias das variáveis de controlo, entre empresas c/Capital Estrangeiro e s/Capital Estrangeiro; Fonte Rstudio; (Elaboração Própria);*

Através da tabela 6 verificamos que, em média, empresas que apresentem no seu capital social, capital estrangeiro, possuem evidências mais positivas relativamente aos indicadores de internacionalização, autonomia financeira, dimensão, liquidez e ativos.

Seguidamente apresenta-se a matriz de correlação entre as variáveis explicativas e dependentes, o objetivo é verificar se existe um fenómeno de forte ou não correlação entre as variáveis explicativas e dependentes.

	ATI	CAE	ROA	ROE	ROS	LIQ	ATF	GIUET	ANTI
ATI	1***								
CAE	-0,03***	1***							
ROA	-0,03***	0,07***	1***						
ROE	-0,02***	0,06***	0,77***	1***					
ROS	-0,01	0,09***	0,85***	0,61***	1***				
LIQ	-0,04***	0,04***	0,29***	0,03***	0,33***	1***			
ATF	-0,02**	0,04***	0,42***	0,21***	0,47***	0,70***	1***		
GIUET	-0,03***	0,2***	0,09***	0,08***	0,07***	0,03***	0,02**	1***	
ANTI	0,04***	-0,07***	-0,05***	-0,12***	0,03***	0,10***	0,16***	-0,03***	1***

Tabela 7 - Matriz de Correlação de Pearson Tabela 6 - Matriz de Correlação de Pearson; Fonte Rstudio; (Elaboração Própria); LIQ- Liquidez; ATF – Autonomia Financeira; ANTI – Antiguidade;

\* Significativamente diferente de zero ao nível de significância entre 5% e 10% (*p-value*);

\*\*Significativamente diferente de zero ao nível de significância entre 1% e 5% (*p-value*);

\*\*\*Significativamente diferente de zero ao nível de significância inferior 1% (*p-value*);

Conforme a Tabela 7 (e para um nível de significância de 10, 5 e 1 %), e segundo a análise dos valores obtidos na tabela, os coeficientes obtidos mostram que não existem níveis de correlação elevados, em que verificamos a existência de evidências de que as variáveis variam no mesmo sentido. Numa análise geral aos resultados evidenciados, podemos afirmar que não existem evidências de multicolinearidade pois no geral os coeficientes obtidos são relativamente baixos

## 3.2. Análise de Resultados

O principal objetivo deste estudo, consiste em avaliar o impacto da existência de capital estrangeiro sobre a performance financeira das empresas portuguesas. De acordo com as especificidades, e limitações da amostra, bem como face aos resultados obtidos para os vários testes estatísticos, foram utilizados o modelo GMM (*Generalized Method of Moments*), modelo IV REG (*2SLS, Two-Stage Least Squares*) e modelo *Pooled OLS* apenas para o ano de 2018, de forma a avaliar as hipóteses desta investigação.

Apresentam –se de seguida os resultados para as 3 regressões efetuadas, começando pelo modelo de regressão IV REG, prosseguindo com o modelo GMM e concluindo com o modelo *Pooled OLS*.

### 3.2.1. Resultados obtidos com Modelo de regressão IV REG

- Amostra Global

ROA	Coeficiente e Erro Padrão		ROE	Coeficiente e Erro Padrão		ROS	Coeficiente e Erro Padrão	
A1	-0,17		A1	-0,88	**	A1	-0,21	*
	(0,43)			(0,32)			(0,41)	
A2	-0,16		A2	-0,08		A2	-0,18	*
	(0,09)			(0,24)			(0,084)	
A3	0,96	*	A3	2,87	**	A3	0,96	
	(0,39)			(1,06)			(0,37)	
CAPITAL	-1,60		CAPITAL	-4,17	*	CAPITAL	1,31	
	(1,1)			(2,93)			(1,02)	
AUTONOMIAF	0,47	***	AUTONOMIAF	0,74	**	AUTONOMIAF	0,52	***
	(0,31)			(0,23)			(0,29)	
LIQUIDEZ	0,15	*	LIQUIDEZ	0,31		LIQUIDEZ	0,06	
	(0,06)			(0,17)			(0,06)	
DIMENSAO	2,68	***	DIMENSAO	1,33	***	DIMENSAO	1,21	***
	(0,80)			(0,59)			(0,76)	
GIUET	0,48	***	GIUET	0,27	***	GIUET	0,35	***
	(0,07)			(0,19)			(0,066)	
CAE	0,021	***	CAE	0,05	***	CAE	0,04	***
	(0,02)			(0,014)			(0,018)	
ATI	-0,01	**	ATI	-0,024	**	ATI	-0,26	
	(0,012)			(0,42)			(0,01)	
ANTIGUIDADE	-0,59	***	ANTIGUIDADE	-0,39	***	ANTIGUIDADE	-0,23	***
	(0,13)			(0,36)			(0,13)	
<b>ROA</b>			<b>ROE</b>			<b>ROS</b>		

Wu-Hausman test (P-Value)	18,65 (8,2)	Wu-Hausman test (P-Value)	24,9 (1,63)	Wu-Hausman test (P-Value)	22,43 (1,89)
Wald test (P-Value)	227,7 (2,2)	Wald test (P-Value)	41,35 (2,2)	Wald test (P-Value)	236,7 (2,2)

Tabela 8 - Amostra Total IV REG; Fonte Rstudio; (Elaboração Própria);

( ) – Erro Padrão; \* - Nível de Significância ; A1 - construída pela multiplicação entre a variável dummy Capital Estrangeiro e Autonomia Financeira; A2 - calculada pela multiplicação entre a variável dummy Capital Estrangeiro e Liquidez; A3 - calculada pela multiplicação entre a variável dummy Capital Estrangeiro e Dimensão; Capital - variável dummy , assume valor 1 quando a empresa possui em 2018 participação estrangeira no seu capital social e valor de 0 quando a empresa em 2018 não possui participação estrangeira no seu capita; Autonomiaf-representa o quociente entre o Capital Próprio e o Total do Ativo; Liquidez - Representa o quociente entre o Ativo Corrente e o Passivo Corrente; Giuet - Representa a importância das exportações dentro e fora da União Europeia face ao volume de negócios de cada ano; Dimensão - Foi utilizado o Volume de Negócios para definir a dimensão das empresas de acordo com termos n.º 1 do artigo 9.º do Decreto-Lei n.º 158/2009; Cae - Código da Atividade Económica, Revisão, com 5 dígitos; Ati - representa o valor absoluto dos Ativos Intangíveis; Antiguidade - representa o numero de anos da empresa desde a sua constituição;

\* Significativamente diferente de zero ao nível de significância entre 5% e 10% (p-value);

\*\*Significativamente diferente de zero ao nível de significância entre 1% e 5% (p-value);

\*\*\*Significativamente diferente de zero ao nível de significância inferior a 1% (p-value);

O teste de Wu-Hausman para a exogeneidade das variáveis é rejeitado, indicando que a metodologia das IV fornece resultados mais consistentes/robustos. Através deste teste, verifica-se que os instrumentos utilizados são bons. Para o teste de Sargan não foi possível obter resultados e pelo teste de Wald, conclui-se que existem efeitos individuais significativos.

Apesar da variável chave “capital estrangeiro” não apresentar coeficientes estatisticamente significativos para todas as variáveis dependentes, pelo que não torna possível aferir diretamente a validade de todas as hipóteses de investigação nº 1, verificamos, segundo a análise da tabela 8, que a variável Capital é estatisticamente significativa e negativa, pelo que não há evidências a favor da Hipótese de Investigação nº 1 b).

Contudo, algumas das variáveis de interação são estatisticamente significativas e apresentam coeficientes diferentes dos que se observam para a correspondente variável independente isolada, pelo que há evidências que a presença de Capital Estrangeiro produz efeitos específicos e diferenciados na relação entre a rentabilidade e as variáveis Autonomia Financeira, Liquidez e Dimensão, o que traduz algumas evidências em favor da Hipótese de Investigação nº 2; com efeito, sendo, por exemplo, o coeficiente da variável A3 positivo e estatisticamente significativo podemos afirmar que, nas empresas

com presença de capital estrangeiro, um aumento de dimensão empresarial determina um aumento nos rácios de rentabilidade (ROE), em que verificamos através dos coeficientes obtidos para as variáveis A3 e Dimensão que o aumento da dimensão das empresas da amostra que também têm capital estrangeiro gera um aumento de ROE mais forte, do que no caso em que, tal aumento de dimensão ocorre na média de todas as empresas

Verifica-se ainda que embora um aumento da autonomia financeira ,gere em média, um aumento da rentabilidade empresarial, quando se avalia tal efeito relativamente apenas a empresas com presença de capital estrangeiro em 2018, o efeito é desfavorável relativamente ao rácio ROE, ou seja um aumento de autonomia financeira em empresas com capital estrangeiro determina uma redução de ROE, sugerindo que nas empresas com presença de capital estrangeiro um aumento do peso do endividamento pode estar associado a um melhor aproveitamento do mesmo e conseqüente aumento de rentabilidade.

Também relativamente à variável liquidez e ao rácio ROS, verificamos que as variáveis de interação A1 e A2, são estatisticamente significativas, ou seja, um aumento da Autonomia Financeira e de Liquidez gera um impacto negativo na rentabilidade, quando avaliamos tal efeito em empresas com presença de capital estrangeiro, ou seja um aumento da Autonomia Financeira e Liquidez determina uma redução do ROS. Relativamente à variável Liquidez verificamos, no geral, que a mesma não é estatisticamente significativa, exceto no rácio ROA, em que verificamos que um aumento da Liquidez gera um aumento na rentabilidade.

No que concerne às variáveis de controlo e segundo a análise da tabela 8 podemos observar efeitos negativos e positivos sobre a rentabilidade.

Relativamente à variável dependente ROA, verificamos que as variáveis independentes Autonomia Financeira, Liquidez, Dimensão, Grau de Internacionalização, Ativos Intangíveis e Antiguidade , são estatisticamente significativas , porém nem todas essas variáveis produzem efeitos positivos na rentabilidade como a Antiguidade e os Ativos Intangíveis. Sobre a Antiguidade podemos afirmar que por cada ano que antiguidade de uma empresa aumente (*ceteris paribus*), verificamos a existência de um efeito negativo na rentabilidade. Por sua vez os ativos intangíveis, influenciam negativamente a rentabilidade, em que , quando existe um aumento dos ativos intangíveis a rentabilidade diminui(*ceteris paribus*), este efeito tem possível explicação devido ao risco e aos custos

associados, aos investimentos em ativos intangíveis, pelo que, a existência de um investimento em ativos intangíveis não significa que se possa gerar qualquer tipo de rentabilidade adicional pelo menos a curto prazo. Sobre os efeitos positivos podemos afirmar que quando a Autonomia Financeira sobe 1 p.p, mantendo-se o resto constante, a variável dependente ROA sobe 0,47 p.p. Enquanto isso, quando o Grau de Internacionalização sobe 1 p.p (mantendo-se o resto constante) a variável dependente ROA sobe 0,14 p.p.

Relativamente à variável dependente ROE, verificamos que as variáveis explicativas Autonomia Financeira, Dimensão, Grau de Internacionalização, Ativos Intangíveis e Antiguidade são estatisticamente significativas, porém nem todas essas variáveis produzem efeitos positivos na rentabilidade como o caso da Antiguidade e os Ativos Intangíveis. Novamente, verificamos que por cada ano que a Antiguidade aumente, verifica-se a existência de efeitos negativos na rentabilidade, assim como a variável de ativos intangíveis, pois como já referido anteriormente este tipo de investimento pode ser considerado incerto no que toca a produção de rentabilidade para uma empresa, sobretudo no curto prazo.

Relativamente à variável ROS, e segundo a análise a tabela 8, verificamos a existência de impactos positivos e negativos na rentabilidade.

As variáveis de Autonomia Financeira, Dimensão, Grau de Internacionalização, geram efeitos positivos relativamente a rentabilidade enquanto que as variáveis, Antiguidade e Ativos Intangíveis geram efeitos negativos na rentabilidade.

No geral e segundo a análise à tabela 8, verificamos relativamente as três variáveis dependentes em estudo que, por cada ano que a Antiguidade aumente, constatamos existência de efeitos negativos na rentabilidade, assim como verificamos que a variável de ativos intangíveis influencia negativamente a rentabilidade, pois quando existe um aumento dos ativos intangíveis a rentabilidade diminui; este efeito é um efeito provável devido ao risco e aos custos associados, aos investimentos em ativos intangíveis. Contrariamente verificamos que as variáveis de Autonomia Financeira, Dimensão, Grau de Internacionalização produzem efeitos positivos na rentabilidade.

### 3.2.2 Análise de Robustez

- Comparação entre Empresas domésticas e empresas com capital estrangeiro:

A seguinte Análise de Robustez foi elaborada com o objetivo de trabalhar com 2 sub-amostras; empresas com presença, no seu Capital Social, de Capital Estrangeiro e empresas que não possuem no seu Capital Social qualquer Capital Estrangeiro; de forma a ser possível perceber e relacionar de uma forma mais eficaz o efeito da presença de capital estrangeiro na rentabilidade.

ROA	Coeficiente e Erro Padrão		ROE	Coeficiente e Erro Padrão		ROS	Coeficiente e Erro Padrão	
AUTONOMIAF	0,49	***	AUTONOMIAF	0,87	***	AUTONOMIAF	0,51	***
	(0,26)			(0,20)			(0,26)	
LIQUIDEZ	0,08		LIQUIDEZ	0,20		LIQUIDEZ	0,16	
	(0,05)			(0,15)			(0,05)	
DIMENSAO	2,74	***	DIMENSAO	1,4	***	DIMENSAO	1,27	***
	(0,75)			(0,57)			(0,73)	
GIUET	0,59	***	GIUET	0,51	***	GIUET	0,59	***
	(0,15)			(0,41)			(0,14)	
CAE	0,01	*	CAE	0,02		CAE	0,03	
	(0,02)			(0,015)			(0,02)	
ATI	-0,42	**	ATI	-0,02	**	ATI	-0,14	***
	(0,01)			(0,41)			(0,01)	
ANTIGUIDADE	-0,73	***	ANTIGUIDADE	-0,47	***	ANTIGUIDADE	-0,40	***
	(0,15)			(0,41)			(0,14)	

	ROA		ROE		ROS
Wu-Hausman test	28,7	Wu-Hausman test	34,66	Wu-Hausman test	23,1
(P-Value)	(3,83)	(P-Value)	(1,03)	(P-Value)	(9,94)
Wald test	234,00	Wald test	45,05	Wald test	235,7
(P-Value)	(2,2)	(P-Value)	(2,2)	(P-Value)	(2,2)

Tabela 9 - Empresas Domésticas - IV REG; (Legenda Completa: Tabela 8); (Fonte Rstudio; ) (Elaboração Própria);

Segundo a análise da tabela 9, para as variáveis estatisticamente significativas verificamos os seguintes resultados:

- Autonomia Financeira;

Para a variável dependente ROA, nas empresas sem a presença de capital estrangeiro no seu capital social, um aumento da variável explicativa Autonomia Financeira gera um impacto em 0,49 p.p positivo na rentabilidade (*ceteris paribus*).

Para a variável dependente ROE, nas empresas sem a presença de capital estrangeiro no seu capital social, um aumento da variável explicativa Autonomia Financeira gera um impacto em 0,87 p.p positivo na rentabilidade (*ceteris paribus*).

Para a variável dependente ROS, nas empresas sem a presença de capital estrangeiro no seu capital social, um aumento da variável explicativa Autonomia Financeira gera um impacto em 0,51 p.p positivo na rentabilidade (*ceteris paribus*).

- Dimensão;

Para a variável dependente ROA, nas empresas sem a presença de capital estrangeiro no seu capital social, um aumento da variável explicativa Dimensão gera um impacto em 2,74 p.p positivo na rentabilidade (*ceteris paribus*).

Para a variável dependente ROE, nas empresas sem a presença de capital estrangeiro no seu capital social, um aumento da variável explicativa Dimensão gera um impacto em 1,4 p.p positivo na rentabilidade (*ceteris paribus*).

Para a variável dependente ROS, nas empresas sem a presença de capital estrangeiro no seu capital social, um aumento da variável explicativa Dimensão gera um impacto em 1,27 p.p positivo na rentabilidade (*ceteris paribus*).

- Grau de Internacionalização;

Para a variável dependente ROA, nas empresas sem a presença de capital estrangeiro no seu capital social, um aumento da variável explicativa Grau de Internacionalização gera um impacto em 0,59 p.p positivo na rentabilidade (*ceteris paribus*).

Para a variável dependente ROE, nas empresas sem a presença de capital estrangeiro no seu capital social, um aumento da variável explicativa Grau de Internacionalização gera um impacto em 0,51 p.p positivo na rentabilidade (*ceteris paribus*).

Para a variável dependente ROS, nas empresas sem a presença de capital estrangeiro no seu capital social, um aumento da variável explicativa Grau de Internacionalização gera um impacto em 0,59 p.p positivo na rentabilidade (*ceteris paribus*).

- Ativos Intangíveis;

Para a variável dependente ROA, nas empresas sem a presença de capital estrangeiro no seu capital social, um aumento da variável explicativa Ativos Intangíveis gera um impacto em 0,42 p.p negativos na rentabilidade (*ceteris paribus*).

Para a variável dependente ROE, nas empresas sem a presença de capital estrangeiro no seu capital social, um aumento da variável explicativa Ativos Intangíveis gera um impacto em 0,02 p.p negativos na rentabilidade (*ceteris paribus*).

Para a variável dependente ROS, nas empresas sem a presença de capital estrangeiro no seu capital social, um aumento da variável explicativa Ativos Intangíveis gera um impacto em 0,14 p.p negativos na rentabilidade (*ceteris paribus*).

- Antiguidade;

Para a variável dependente ROA, nas empresas sem a presença de capital estrangeiro no seu capital social, um aumento da variável explicativa Antiguidade gera um impacto em 0,73 p.p negativos na rentabilidade (*ceteris paribus*).

Para a variável dependente ROE, nas empresas sem a presença de capital estrangeiro no seu capital social, um aumento da variável explicativa Antiguidade gera um impacto em 0,47 p.p negativos na rentabilidade (*ceteris paribus*).

Para a variável dependente ROS, nas empresas sem a presença de capital estrangeiro no seu capital social, um aumento da variável explicativa Antiguidade gera um impacto em 0,40 p.p negativos na rentabilidade (*ceteris paribus*).

ROA	Coeficiente e Erro Padrão		ROE	Coeficiente e Erro Padrão		ROS	Coeficiente e Erro Padrão	
AUTONOMIAF	0,43	***	AUTONOMIAF	0,22		AUTONOMIAF	0,53	***
	(0,14)			(0,37)			(0,45)	
LIQUIDEZ	0,06		LIQUIDEZ	0,05		LIQUIDEZ	-0,25	*
	(0,11)			(0,29)			(0,09)	
DIMENSAO	3,66	***	DIMENSAO	2,1	***	DIMENSAO	1,28	***
	(0,39)			(1,02)			(1,29)	
GIUET	0,76	**	GIUET	0,38		GIUET	1,16	
	(0,26)			(0,23)			(0,67)	
CAE	0,04	***	CAE	0,03	***	CAE	0,05	
	(0,01)			(0,03)			(0,01)	
ATI	-0,04	**	ATI	-0,08	**	ATI	-0,02	***
	(0,04)			(0,03)			(0,03)	
ANTIGUIDADE	-0,24	**	ANTIGUIDADE	-0,76	***	ANTIGUIDADE	0,47	*
	(0,29)			(0,20)			(0,26)	

	ROA		ROE		ROS
Wu-Hausman test	2,095	Wu-Hausman test	3,658	Wu-Hausman test	6,464
(P-Value)	(0,12)	(P-Value)	(0,03)	(P-Value)	(0,00)
Wald test	56,19	Wald test	11,81	Wald test	66,2
(P-Value)	(2,2)	(P-Value)	(2,2)	(P-Value)	(2,2)

*Tabela 10 - Empresas C/Capital Estrangeiro - IVREG; (Legenda Completa: Tabela 8); (Fonte Rstudio:;) (Elaboração Própria);*

Segundo a análise da tabela 10, verificamos a existência de variáveis estatisticamente significativas para as três variáveis dependentes ROA, ROE e ROS.

As variável de Autonomia Financeira, Dimensão e Grau de Internacionalização , são estatisticamente significativas em que geram efeitos positivos na Rentabilidade. Contrariamente, verifica-se que as variáveis de Ativos Intangíveis, Liquidez e Antiguidade provocam um efeito negativo na rentabilidade sendo que para a variável de Antiguidade podemos encontrar efeitos mistos na rentabilidade .

A tabela 11, foi elaborada com o objetivo de entender melhor o impacto do capital estrangeiro nas variáveis explicativas em estudo.

ROA	Coeficiente e Erro Padrão		ROE	Coeficiente e Erro Padrão		ROS	Coeficiente e Erro Padrão	
AUTONOMIAF	-0,06	***	AUTONOMIAF	-0,65	***	AUTONOMIAF	0,02	***
LIQUIDEZ	0,02		LIQUIDEZ	0,15		LIQUIDEZ	-0,09	
DIMENSAO	0,92	***	DIMENSAO	0,7	***	DIMENSAO	0,01	***
GIUET	0,17	**	GIUET	-0,13		GIUET	0,57	
CAE	0,03	*	CAE	0,01		CAE	0,02	***
ATI	0,38	**	ATI	-0,06	**	ATI	0,12	
ANTIGUIDADE	0,49	**	ANTIGUIDADE	-0,29	***	ANTIGUIDADE	0,07	

*Tabela 11- Diferenças de Empresas C/Capital Estrangeiro e S/Capital Estrangeiro - IV REG; (Legenda Completa: Tabela 8); (Fonte Rstudio; ) (Elaboração Própria);*

Ao analisar as diferenças presentes na tabela 11, podemos afirmar que o impacto das diferentes variáveis de controlo sobre a rentabilidade é diferente consoante existe ou não Capital estrangeiro no Capital Social, facto que se alinha com a Hipótese de Trabalho nº2.

Relativamente às variáveis estatisticamente significativas e segundo a análise da tabela 10 verificamos os seguintes resultados para as variáveis:

- Autonomia Financeira;

Para a variável dependente ROA, nas empresas com capital estrangeiro um aumento da variável explicativa, Autonomia Financeira gera um impacto em 0,06 p.p em menor valor absoluto relativamente ao impacto gerado pela mesma em empresas apenas constituídas por capital português.

Para a variável dependente ROE, nas empresas com capital estrangeiro um aumento da variável explicativa, Autonomia Financeira gera um impacto em 0,65 p.p em menor valor absoluto relativamente ao impacto provocado (sobre o ROA) pela mesma variável em empresas apenas constituídas por capital português.

Para a variável dependente ROS, nas empresas com capital estrangeiro um aumento da variável explicativa, Autonomia Financeira gera um impacto em 0,02 p.p em maior valor absoluto relativamente ao impacto provocado (sobre o ROA) pela mesma variável em empresas apenas constituídas por capital português.

Relativamente às restantes variáveis significativas, e segundo a análise da tabela 11, verificamos ainda a existência de outras variáveis estatisticamente significativas para as três variáveis dependentes ROA, ROE e ROS.

As variáveis de Dimensão, Grau de Internacionalização, Ativos Intangíveis e Antiguidade são estatisticamente significativas em que geram efeitos mistos na Rentabilidade, pois possuímos variáveis que, para além de influenciar positivamente a rentabilidade, provocam também impactos negativos na mesma, dependendo da variável dependente em análise, como é o caso dos Ativos Intangíveis e Antiguidade.

### 3.3. Resultados obtidos com Modelo de Regressão GMM

- Amostra Global

ROA	Coeficiente e Erro Padrão		ROE	Coeficiente e Erro Padrão		ROS	Coeficiente e Erro Padrão	
lag(ROA,1)	1,85	***	lag(ROE,1)	0,45	***	lag(ROS,1)	1,43	***
	(0,57)			(0,033)			(0,47)	
A1	-0,21		A1	-0,024		A1	-0,415	
	(0,38)			(0,098)			(0,33)	
A2	0,15		A2	0,008		A2	0,170	
	(0,19)			(0,009)			(0,16)	
A3	-3,46		A3	-1,61		A3	-1,05	
	(2,68)			(2,55)			(3,31)	
AUTONOMIAF	0,54	***	AUTONOMIAF	-0,002		AUTONOMIAF	0,41	***
	(0,17)			(0,05)			(0,151)	
LIQUIDEZ	-0,12		LIQUIDEZ	-0,004		LIQUIDEZ	-0,100	
	(0,10)			(0,006)			(0,09)	
GIUET	0,18		GIUET	0,028		GIUET	0,44	
	(0,28)			(0,017)			(0,25)	
DIMENSAO	2,51	***	DIMENSAO	6,46	***	DIMENSAO	1,53	***
	(1,31)			(0,95)			(1,36)	
ATI	0,015		ATI	0,0002		ATI	0,039	
	(0,03)			(0,00015)			(0,05)	
<b>ROA</b>			<b>ROE</b>			<b>ROS</b>		
Sargan Test	82,86		Sargan Test	47,69		Sargan Test	77,70	
(p-value)	(1,38)		(p-value)	(0,01)		(p-value)	(8,38)	

<i>m1 test</i>	-13,78	<i>m1 test</i>	-14,00	<i>m1 test</i>	-12,10
(p-value)	(2,22)	(p-value)	(2,2)	(p-value)	(2,22)
<i>m2 test</i>	2,41	<i>m2 test</i>	0,88	<i>m2 test</i>	2,28
(p-value)	(0,02)	(p-value)	(0,38)	(p-value)	(0,02)
Wald test	471,58	Wald test	240,27	Wald test	328,39
(p-value)	(2,22)	(p-value)	(2,22)	(p-value)	(2,22)

*Tabela 12 - Amostra total - GMM; Fonte Rstudio; (Elaboração Própria);  $\beta$  – Coeficiente Padrão; () – Erro Padrão; \* - Nível de Significância ; A1 - construída pela multiplicação entre a variável dummy Capital Estrangeiro e Autonomia Financeira; A2 - calculada pela multiplicação entre a variável dummy Capital Estrangeiro e Liquidez; A3 - calculada pela multiplicação entre a variável dummy Capital Estrangeiro e Dimensão; Autonomiaf-representa o quociente entre o Capital Próprio e o Total do Ativo; Liquidez - Representa o quociente entre o Ativo Corrente e o Passivo Corrente; Giuet - Representa a importância das exportações dentro e fora da União Europeia face ao volume de negócios de cada ano; Dimensão - Foi utilizado o Volume de Negócios para definir a dimensão das empresas de acordo com termos n.º 1 do artigo 9.º do Decreto -Lei n.º 158/2009; Ati - representa o valor absoluto dos Ativos Intangíveis; Antiguidade - representa o número de anos da empresa desde a sua constituição;*

*\* Significativamente diferente de zero ao nível de significância entre 5% e 10% (p-value);*

*\*\*Significativamente diferente de zero ao nível de significância entre 1% e 5% (p-value);*

*\*\*\*Significativamente diferente de zero ao nível de significância inferior a 1% (p-value);*

*O teste de Sargan avalia a validade dos instrumentos, concluindo-se que os mesmos são válidos. Pelo teste de Wald, conclui-se que existem efeitos individuais significativos. Através dos testes de autocorrelação, verifica-se que existe autocorrelação de primeira ordem (m1) e, por outro lado, não existe autocorrelação de segunda ordem (m2).*

Não é apresentada a variável “capital estrangeiro” visto que ela é expurgada<sup>8</sup> pelo modelo GMM. Entretanto, embora os resultados do teste de Sargan indiquem, em algumas regressões, a existência de problemas com a especificação do modelo (a rejeição da hipótese nula pode significar que os instrumentos usados estão correlacionados com os erros ou que há variáveis omitidas no modelo) ainda assim vamos prosseguir com a análise aos resultados das regressões, embora a mesma exija prudência extra nesses casos.

Observa-se que as variáveis de interação não são estatisticamente significativas, pelo que não há evidências que a presença de Capital Estrangeiro produza efeitos específicos na relação sobre a rentabilidade das variáveis, Autonomia Financeira, Liquidez e Grau de Internacionalização, não permitindo assim validar a Hipótese de Investigação 2.

<sup>8</sup> A variável de Capital estrangeiro é expurgada do modelo GMM por ser constante ao longo do tempo.

Quando analisamos as variáveis dependentes segundo a tabela 12, verificamos a existência de variáveis estatisticamente significativas com efeitos positivos na rentabilidade. Globalmente a Autonomia Financeira gera um impacto positivo na rentabilidade, assim como, a dimensão também exerce um impacto positivo na rentabilidade.

Sobre a variável dependente ROE e segundo análise da tabela 12, verificamos que a única variável estatisticamente significativa e que exerce um efeito positivo sobre a rentabilidade, é a variável Dimensão.

Relativamente à variável dependente ROA verificamos que as variáveis explicativas, Dimensão e Autonomia Financeira exercem uma influência positiva na rentabilidade, em que sempre que a Autonomia Financeira sobe 1 p.p, mantendo-se o resto constante a variável dependente ROA sobe 0,54 p.p. Em relação a variável dependente ROS, verificamos que as variáveis Dimensão e Autonomia Financeira são estatisticamente significativas e provocam um impacto positivo na rentabilidade, em que quando comparamos a variável de Autonomia Financeira com a variável dependente ROS verificamos que por cada p.p que a mesma aumente, mantendo –se o restante constante, a variável ROS sobe 0,41 p.p.

### 3.3.1. Análise de Robustez

- Comparação entre Empresas domésticas e empresas com capital estrangeiro:

A seguinte Análise de Robustez foi elaborada com o objetivo de trabalhar com 2 sub-amostras, empresas com presença no seu Capital Social de Capital Estrangeiro e empresas que não possuem no seu Capital Social qualquer Capital Estrangeiro, de forma a ser possível perceber e relacionar de uma forma mais eficaz o efeito da presença de capital estrangeiro na rentabilidade como já referido.

ROA	Coeficiente e Erro Padrão		ROE	Coeficiente e Erro Padrão		ROS	Coeficiente e Erro Padrão	
lag(ROA,1)	2,12	***	lag(ROE,1)	0,486	***	lag(ROS,1)	1,51	***
	(0,67)			(0,04)			(0,59)	
AUTONOMIAF	0,49	***	AUTONOMIAF	-0,019		AUTONOMIAF	0,40	***
	(0,17)			(0,05)			(0,14)	
LIQUIDEZ	-0,098		LIQUIDEZ	-0,0033		LIQUIDEZ	-0,090	
	(0,11)			(0,0061)			(0,083)	
GIUET	-0,20		GIUET	0,01		GIUET	-0,23	
	(0,33)			(0,06)			(0,33)	
DIMENSAO	2,29	***	DIMENSAO	5,75	***	DIMENSAO	1,46	***
	(1,31)			(0,967)			(1,29)	
ATI	0,012		ATI	0,00029		ATI	0,015	
	(0,035)			(0,0002)			(0,051)	

	ROA		ROE		ROS
Sargan Test	69,58	Sargan Test	50,25	Sargan Test	59,51
(p-value)	(1,29)	(p-value)	(0,00)	(p-value)	(0,00)
<i>test</i>	-12,28	<i>test</i>	-11,76	<i>test</i>	-10,29
(p-value)	(2,22)	(p-value)	(2,22)	(p-value)	(2,22)
<i>test</i>	2,85	<i>test</i>	1,67	<i>test</i>	2,11
(p-value)	(0,00)	(p-value)	(0,09)	(p-value)	(0,03)
Wald test	338,56	Wald test	204,29	Wald test	240,99
(p-value)	(2,22)	(p-value)	(2,22)	(p-value)	(2,22)

Tabela 13 - Empresas Domésticas - GMM; (Legenda Completa: Tabela 12); (Fonte Rstudio;) (Elaboração Própria);

Face aos resultados verificados na tabela 13, relativamente ao teste de Sargan, não é possível a validação dos resultados das diferentes regressões pelo que não serão produzidas análises específicas.

Entretanto repetindo o mesmo procedimento, mas agora para a subamostra das empresas com presença de capital estrangeiro observaram-se os seguintes resultados:

ROA	Coeficiente e Erro Padrão		ROE	Coeficiente e Erro Padrão		ROS	Coeficiente e Erro Padrão	
lag(ROA,1)	1,37	***	lag(ROE,1)	0,41	***	lag(ROS,1)	0,32	***
	(0,98)			(0,061)			(0,061)	
AUTONOMIAF	0,56	***	AUTONOMIAF	0,026		AUTONOMIAF	0,11	***
	(0,35)			(0,076)			(0,02)	
LIQUIDEZ	0,13		LIQUIDEZ	0,0020		LIQUIDEZ	-0,0025	
	(0,15)			(0,0074)			(0,0025)	
GIUET	-0,03		GIUET	-0,13		GIUET	-0,02	
	(0,03)			(0,09)			(0,03)	
DIMENSAO	2,52	***	DIMENSAO	5,26	*	DIMENSAO	1,68	*
	(2,57)			(2,07)			(0,70)	
ATI	-0,059		ATI	-0,0004		ATI	-0,0002	
	(0,052)			(0,0006)			(0,0002)	

	ROA		ROE		ROS
Sargan Test	48,32	Sargan Test	33,98	Sargan Test	48,79
(p-value)	(0,01)	(p-value)	(0,17)	(p-value)	(0,01)
<i>test</i>	-6,46	<i>test</i>	-6,60	<i>test</i>	-6,03
(p-value)	(1,02)	(p-value)	(4,10)	(p-value)	(1,63)
<i>test</i>	0,47	<i>test</i>	-0,84	<i>test</i>	1,02
(p-value)	(0,64)	(p-value)	(0,40)	(p-value)	(0,31)
Wald test	148,24	Wald test	74,64	Wald test	96,68
(p-value)	(2,22)	(p-value)	(5,82)	(p-value)	(2,22)

Tabela 14 - Empresas C/Capital Estrangeiro - GMM; (Legenda Completa: Tabela 12); (Fonte Rstudio;) (Elaboração Própria);

Ao contrário da situação anterior que envolvia apenas empresas domésticas e onde não existiam resultados estatisticamente significativos para analisar, verifica-se agora que no caso de empresas que também possuem capital estrangeiro existem evidências estatísticas, de relações de correlação entre as variáveis de rentabilidade e diversas variáveis explicativas. Este facto revela evidências em favor da nossa hipótese de trabalho nº 2.

Entretanto, em termos mais específicos, segundo a análise da tabela 14, para as variáveis estatisticamente significativas verificamos os seguintes resultados:

- Autonomia Financeira;

Para a variável dependente ROA, nas empresas com capital estrangeiro um aumento da variável explicativa, Autonomia Financeira gera um impacto em 0,56 p.p positivo na rentabilidade (*ceteris paribus*).

Para a variável dependente ROS, nas empresas com capital estrangeiro um aumento da variável explicativa, Autonomia Financeira gera um impacto em 0,11 p.p positivo na rentabilidade (*ceteris paribus*).

- Dimensão;

Para a variável dependente ROA, nas empresas com capital estrangeiro um aumento da variável explicativa, Dimensão gera um impacto em 2,52 p.p positivo na rentabilidade (*ceteris paribus*).

Para a variável dependente ROE, nas empresas com capital estrangeiro um aumento da variável explicativa, Dimensão gera um impacto em 5,26 p.p positivo na rentabilidade (*ceteris paribus*).

Para a variável dependente ROS, nas empresas com capital estrangeiro um aumento da variável explicativa, Dimensão gera um impacto em 1,68 p.p positivo na rentabilidade (*ceteris paribus*).

Entretanto, a tabela 15, foi elaborada com o objetivo de entender melhor o impacto do capital estrangeiro nas variáveis explicativas em estudo.

ROA	Coeficiente e Erro Padrão		ROE	Coeficiente e Erro Padrão		ROS	Coeficiente e Erro Padrão	
lag (ROA,1)	-0,75	***	lag (ROE,1)	-0,08	***	lag (ROS,1)	-1,19	***
AUTONOMIAF	0,07	***	AUTONOMIAF	0,05	***	AUTONOMIAF	-0,29	***
LIQUIDEZ	0,23		LIQUIDEZ	0,00		LIQUIDEZ	-0,09	
GIUET	0,17		GIUET	0,12	***	GIUET	0,21	
DIMENSAO	0,23	***	DIMENSAO	-0,49	*	DIMENSAO	0,22	***
ATI	-0,07		ATI	0,00	**	ATI	-0,02	

Tabela 15 - Diferenças de Empresas C/Capital Estrangeiro e S/Capital Estrangeiro – GMM; (Legenda Completa: Tabela 12); (Fonte Rstudio;) (Elaboração Própria);

Ao analisar as diferenças na tabela 15, existem evidências de que a presença de capital estrangeiro provoca efeitos diferenciais (por comparação com empresas puramente domésticas) positivos e negativos na rentabilidade, facto que novamente pode ser entendido como evidências a favor da hipótese de partida nº 2.

Relativamente às variáveis estatisticamente significativas e segundo a análise da tabela 15 verificamos os seguintes resultados para as variáveis:

- Autonomia Financeira;

Para a variável dependente ROA, nas empresas com capital estrangeiro um aumento da variável explicativa, Autonomia Financeira gera um impacto em 0,07 p.p de maior valor absoluto ao impacto provocado (sobre o ROA) pela mesma variável em empresas apenas constituídas por capital português.

Para a variável dependente ROE, nas empresas com capital estrangeiro um aumento da variável explicativa, Autonomia Financeira gera um impacto de 0,05 p.p em maior valor absoluto ao impacto provocado (sobre o ROE) pela mesma variável em empresas apenas constituídas por capital português.

Para a variável dependente ROS, nas empresas com capital estrangeiro um aumento da variável explicativa, Autonomia Financeira gera um impacto em 0,29 p.p em menor valor absoluto ao impacto provocado (sobre o ROS) pela mesma variável em empresas apenas constituídas por capital português.

Relativamente às restantes variáveis significativas, e segundo a análise da tabela 15, verificamos ainda a existência de outras variáveis estatisticamente significativas para as três variáveis dependentes ROA, ROE e ROS. As variáveis de Dimensão e Grau de Internacionalização, são estatisticamente significativas em que geram efeitos mistos na Rentabilidade, pois possuímos variáveis que, para além de influenciar positivamente a rentabilidade, provocam também impactos negativos na mesma, dependendo da variável dependente em análise, como é o caso da variável Dimensão.

### 3.4. Resultados obtidos com Modelo de Regressão OLS

Considerando que apenas foi possível validar a presença de capital estrangeiro no ano de 2018, foi decidido produzir regressões para as equações elaboradas no modelo *OLS* simples e com dados apenas do referido ano.

- Amostra Global

ROA	Coeficiente e Erro Padrão		ROE	Coeficiente e Erro Padrão		ROS	Coeficiente e Erro Padrão	
A1	-0,42 (0,32)		A1	-0,45 (0,81)	*	A1	-0,41 (0,30)	
A2	0,02 (0,24)		A2	0,20 (0,16)		A2	-0,24 (0,22)	
A3	-0,71 (1,21)		A3	0,71 (3,10)		A3	-1,73 (1,15)	
CAPITAL	3,70 (3,30)		CAPITAL	4,76 (8,84)		CAPITAL	5,4 (3,3)	*
AUTONOMIAF	0,47 (0,16)	***	AUTONOMIAF	1,01 (0,42)	*	AUTONOMIAF	0,47 (0,16)	***
LIQUIDEZ	0,10 (0,11)		LIQUIDEZ	0,15 (0,28)		LIQUIDEZ	0,11 (0,11)	
GIUET	0,17 (0,22)		GIUET	0,08 (0,15)		GIUET	0,25 (0,21)	
DIMENSAO	1,29 (0,69)	***	DIMENSAO	2,41 (1,76)	***	DIMENSAO	3,3 (0,65)	***
CAE	0,03 (0,01)	*	CAE	0,04 (0,04)		CAE	0,04 (0,01)	**
ATI	-0,02 (0,47)	*	ATI	-0,03 (0,02)		ATI	-0,02 (0,45)	
ANTIGUIDADE	-0,48 (0,40)	***	ANTIGUIDADE	-1,16 (0,28)	***	ANTIGUIDADE	-0,40 (0,38)	

Tabela 16 - Modelo OLS - 2018; Fonte Rstudio; (Elaboração Própria);

\* Significativamente diferente de zero ao nível de significância entre 5% e 10% (*p-value*);

\*\*Significativamente diferente de zero ao nível de significância entre 1% e 5% (*p-value*);

\*\*\*Significativamente diferente de zero ao nível de significância inferior 1% (*p-value*);

Segundo a tabela 16 e relativamente às variáveis estatisticamente significativas verificamos os seguintes resultados para as variáveis dependentes ROA, ROE e ROS.

Relativamente à variável dependente ROS, a análise da tabela 19 demonstra que a variável Capital é estatisticamente significativa, com coeficiente positivo, pelo que há evidências da existência de uma relação positiva entre a Rentabilidade empresarial e a presença de Capital Estrangeiro para a variável dependente ROS, o que traduz algumas evidências em favor da Hipótese de Investigação nº 1 c).

Na variável dependente ROA, verificamos que as variáveis de Autonomia Financeira, Grau de Internacionalização e Dimensão são estatisticamente significativas e geram efeitos positivos na Rentabilidade.

Por fim e relativamente à última variável dependente em análise ROE, verificamos que as variáveis de Autonomia Financeira e Dimensão são estatisticamente significativas e geram um impacto positivo na Rentabilidade.

### 3.5 Análise Comparativa - Resultados

- Comparação entre os 3 modelos – IV REG / GMM / OLS

Coeficiente	ROA		
	Modelo IV REG	Modelo GMM	Modelo OLS
A1	Positivo e significativo	...	...
A2	...	...	...
A3	Positivo e significativo	...	...
CAPITAL	...	...	...
AUTONOMIAF	Positivo e significativo	Positivo e significativo	Positivo e significativo
LIQUIDEZ	Positivo e significativo	...	...
GIUET	Positivo e significativo	...	...
DIMENSAO	Positivo e significativo	Positivo e significativo	Positivo e significativo
CAE	Positivo e significativo	...	Positivo e significativo
ATI	Negativo e significativo	...	Negativo e significativo

ANTIGUIDADE	Negativo e significativo	...	Negativo e significativo
-------------	--------------------------	-----	--------------------------

*Tabela 17 - Comparação de modelos de regressão para a variável dependente Roa; (Elaboração Própria);*

Ao analisar a tabela 17 verificamos que o modelo que apresenta resultados mais significativo é o modelo IV Reg.

Segundo a análise verificamos que apesar da variável capital não ser estatisticamente significativa, algumas das variáveis de interação são estatisticamente significativas, assim como produzem um efeito diferenciado sobre a rentabilidade (por comparação com o efeito global), pelo que há evidências que a presença de Capital Estrangeiro, produz efeitos específicos e diferenciados na relação entre a rentabilidade e as variáveis de Autonomia Financeira e Dimensão, o que traduz algumas evidências em favor da Hipótese de Investigação nº 2;

Relativamente às restantes variáveis estatisticamente significativas, verificamos que as variáveis de Autonomia Financeira, Liquidez, Grau de Internacionalização e Dimensão, produzem também efeitos positivos na rentabilidade, ao contrário das variáveis de Antiguidade e Ativos Intangíveis que produzem efeitos negativos na Rentabilidade.

Em relação aos restantes modelos , verificamos que em relação ao modelo GMM, as variáveis de Autonomia Financeira e Dimensão são estatisticamente significativas e produzem efeitos positivos sobre a rentabilidade, por fim e no caso do modelo OLS, verificamos que as variáveis de Autonomia Financeira e Dimensão, são também elas estatisticamente significativas e geram um impacto positivo sobre a rentabilidade, contrariamente a variável de Antiguidade e Ativos Intangíveis, também elas estatisticamente significativas provocam um efeito negativo sobre a rentabilidade.

<i>ROE</i>			
Coeficiente	Modelo IV REG	Modelo GMM	Modelo OLS
A1	Negativo e significativo	...	Negativo e significativo
A2	...	...	...
A3	Positivo e significativo	...	...
CAPITAL	Negativo e significativo	...	...
AUTONOMIAF	Positivo e significativo	...	Positivo e significativo
LIQUIDEZ	...	...	...
GIUET	Positivo e significativo	...	...
DIMENSAO	Positivo e significativo	Positivo e significativo	Positivo e significativo
CAE	Positivo e significativo	...	...
ATI	Negativo e significativo	...	...
ANTIGUIDADE	Negativo e significativo	...	Negativo e significativo

*Tabela 18 - Comparação de modelos de regressão para a variável dependente Roe; (Elaboração Própria);*

Ao analisar a tabela 18 verificamos novamente que o modelo que apresenta resultados mais significativo é o modelo IV Reg.

Segundo a análise verificamos que, algumas das variáveis de interação são estatisticamente significativas, assim como produzem um efeito diferenciado sobre a rentabilidade (por comparação com o efeito global), pelo que há evidências que a presença de Capital Estrangeiro, produz efeitos específicos e diferenciados na relação entre a rentabilidade e as variáveis Autonomia Financeira ou Dimensão, o que traduz algumas evidências em favor da Hipótese de Investigação nº 2;

Relativamente às restantes variáveis estatisticamente significativas, verificamos que as variáveis de Autonomia Financeira, Grau de Internacionalização e Dimensão, produzem também efeitos positivos na rentabilidade, ao contrário das variáveis de Antiguidade e Ativos Intangíveis que produzem efeitos negativos na Rentabilidade. Ainda e segundo a análise ao modelo IV Reg verificamos, que a variável Capital é estatisticamente significativa, pelo que há evidências da existência de uma relação negativa entre a

rentabilidade empresarial e a presença de Capital Estrangeiro para a variável dependente ROE, pelo que não há evidências a favor da Hipótese de Investigação n.º 1 b). Apesar deste efeito não possibilitar a validação da hipótese, pois estamos perante uma relação negativa, tal possibilidade já estava admitida na literatura existente.

Em relação aos restantes modelos, verificamos que em relação ao modelo GMM, a variável Dimensão é estatisticamente significativa, o que se traduz em impactos positivos sobre a rentabilidade. Por fim e no caso do modelo OLS, verificamos que as variáveis de Autonomia Financeira e Dimensão, são também elas estatisticamente significativas e geram um impacto positivo sobre a rentabilidade, contrariamente, a variável de Antiguidade, também ela estatisticamente significativa provoca um efeito negativo sobre a rentabilidade. Ainda e segundo a análise ao modelo OLS verificamos que apesar da variável capital não ser estatisticamente significativa, uma das variáveis de interação é estatisticamente significativa, o que provoca, a existência de um efeito diferenciado sobre a rentabilidade (por comparação com o efeito global), pelo que há evidências que a presença de Capital Estrangeiro, produz efeitos específicos e diferenciados na relação entre a rentabilidade e a variável de Autonomia Financeira, o que traduz algumas evidências a favor da Hipótese de Investigação n.º 2;

Coeficiente	ROS		
	Modelo IV REG	Modelo GMM	Modelo OLS
A1	...	...	.....
A2	Negativo e significativo	...	...
A3	...	...	...
CAPITAL	...	...	Positivo e significativo
AUTONOMIAF	Positivo e significativo	Positivo e significativo	Positivo e significativo
LIQUIDEZ	...	...	...
GIUET	Positivo e significativo	...	...
DIMENSAO	Positivo e significativo	Positivo e significativo	Positivo e significativo
CAE	Positivo e significativo	...	...
ATI	...	...	...
ANTIGUIDADE	Negativo e significativo	...	...

*Tabela 19 - Comparação de modelos de regressão para a variável dependente Ros; (Elaboração Própria);*

Segundo a análise da tabela 19 e do modelo OLS, verificamos que a variável Capital é estatisticamente significativa pelo que há evidências da existência de uma relação positiva entre a Rentabilidade empresarial e a presença de Capital Estrangeiro para a variável dependente ROS, o que traduz algumas evidências em favor da Hipótese de Investigação nº 1 c).

Possuímos também uma variável de interação estatisticamente significativa, em que produz um efeito diferenciado sobre a rentabilidade (por comparação com o efeito global), pelo que há evidências que a presença de Capital Estrangeiro, produz efeitos específicos e diferenciados na relação entre a rentabilidade e a variável de Liquidez, o que traduz algumas evidências em favor da Hipótese de Investigação nº 2;

Relativamente às restantes variáveis estatisticamente significativas, verificamos que as variáveis de Autonomia Financeira, Grau de Internacionalização e Dimensão, produzem também efeitos positivos na rentabilidade, ao contrário da variável de Antiguidade que produz efeitos negativos na Rentabilidade.

Em relação aos restantes modelos, verificamos que em relação ao modelo GMM, as variáveis de Autonomia Financeira e Dimensão são estatisticamente significativas, e

produzem efeitos positivos sobre a rentabilidade. Por fim e no caso do modelo OLS, verificamos que as variáveis de Autonomia Financeira e Dimensão, são também elas estatisticamente significativas e geram um impacto positivo sobre a rentabilidade.

Analisando todas as variáveis para as várias regressões econométricas elaboradas chegamos à conclusão que a variável que mais influencia a rentabilidade é a variável explicativa Dimensão, a mesma é uma variável sempre estatisticamente significativa, que produz efeitos positivos na rentabilidade para as três variáveis dependentes, em análise nos vários modelos econométricos elaborados.

Relativamente às principais variáveis explicativas da rentabilidade, tendo em conta os efeitos produzidos consideramos a variável de Dimensão, Autonomia Financeira, e a variável A3, pois ao longo dos vários modelos econométricos elaborados, são estas as variáveis explicativas que se destacam como sendo mais vezes estatisticamente significativas e por gerarem efeitos mais significativos para a rentabilidade. Por sua vez as variáveis explicativas que menos aparecem como “influenciadoras” da rentabilidade, podemos concluir que são as variáveis de Liquidez e Grau de Internacionalização. Por último, mas mais importante, a variável Capital, que se caracteriza por definir a existência de Capital Estrangeiro no Capital social de uma empresa, também se mostra estatisticamente significativa, para a variável dependente ROS e ROE, o que possibilita concluir que a existência de Capital Estrangeiro provoca efeitos na rentabilidade (embora de sinais contrários em cada uma das variáveis dependentes).

## CAPÍTULO IV – CONCLUSÃO

---

Como já referido os fluxos de investimento direto são fontes importantes de financiamento para os países e empresas em desenvolvimento. Este estudo composto por uma amostra de 1.194 empresas Portuguesas juridicamente caracterizadas por sociedades por quotas e sociedades anónimas, teve por objetivo explorar como o desempenho financeiro das mesmas, é afetado pela presença de participação estrangeira no seu Capital Social.

Considerando que a variável relativa à presença de capital estrangeiro no capital social foi obtida apenas no último ano de análise, tornou-se necessário avançar para uma análise do tipo Difference in Differences (DID), pelo que se criaram algumas variáveis de interação entre a presença de Capital Estrangeiro e outras variáveis independentes usadas no estudo. De acordo com as especificidades e limitações da amostra, bem como face aos resultados obtidos para os vários testes estatísticos, foram utilizados o modelo GMM (*Generalized Method of Moments*), e modelo OLS, de forma a avaliar as hipóteses desta investigação.

Nos resultados obtidos com a elaboração desta dissertação, verificamos que a presença de Capital Estrangeiro produziu efeitos desfavoráveis sobre a variável Roe e efeitos favoráveis sobre a variável Ros.

No que toca á relação existente entre a rentabilidade e a relação entre o Capital Estrangeiro e a Liquidez, apurou-se uma relação negativa, ou seja, quando verificamos um aumento da liquidez em empresas com capital estrangeiro, verifica-se também a existência de um impacto negativo na rentabilidade.

Relativamente, à relação entre a rentabilidade e a relação entre o Capital Estrangeiro e a Autonomia Financeira, verificamos a existência de uma relação positiva, significando que quando existe um aumento da Autonomia Financeira em empresas com capital estrangeiro, verifica-se também um aumento da rentabilidade.

Por último obtivemos ainda uma relação positiva entre o Capital Estrangeiro e a rentabilidade através da Dimensão, o que reflete, um aumento na rentabilidade, quando existe um aumento da dimensão em empresas com capital estrangeiro.

Apesar de não se validar completamente a Hipótese nº 1, conseguimos ainda assim, comprovar que a presença de Capital Estrangeiro provoca efeitos na rentabilidade. Os resultados obtidos mostram efeitos positivos que vão ao encontro da Hipótese nº 1 c); por outro lado existem também efeitos negativos no que respeita a variável Roe, o que não possibilitando a validação da Hipótese de partida nº1 b), ainda assim é coerente com alguma da Literatura existente.

Por fim, deve referir-se que numa investigação futura se deveriam melhorar algumas das limitações encontradas nesta dissertação. Nomeadamente em primeiro lugar, a obtenção de informação relativa a todos os anos em estudo quanto à percentagem de Capital Estrangeiro presente no Capital Social das empresas da amostra, uma vez que apenas foi possível validar a presença de Capital Estrangeiro no ano de 2018. Em segundo lugar seria importante testar relações não lineares, o que seria possível com a presença da variável Capital Estrangeiro em percentagem, permitindo construir a respetiva variável ao quadrado; desta forma poderíamos testar a existência de relações não lineares entre a rentabilidade e o Capital Estrangeiro, nomeadamente verificar se a relação existente toma a forma de U ou de U invertido. Em terceiro lugar deve referir-se ainda a ausência de variáveis qualitativas, relacionadas com a composição das equipas na gestão das empresas, nomeadamente a literacia das equipas de gestão e o perfil de risco dos gestores.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

---

Aitken, B., e Harrison, A., (1999). Do domestic firm's benefit from direct foreign investment? Evidence from Venezuela. *The American Economic Review*. 89 (3):605-617. DOI: 10.1257/aer.89.3.605

Akimova, I., e Schwödiauer, G., (2004). Ownership structure, corporate governance and enterprise performance: Empirical results from Ukraine. *International Advance in Economic Research*, 10(1):28-42.

Alan, G., e Steve, M., (2005). Foreign Acquisitions by UK Limited Companies Short and Long-run Performance. *Journal of Empirical Finance*, 12(1):99-125.

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

Arnold, J., e Javorcik, B., (2009). Gifted kids or pushy parents? Foreign direct investment and plant productivity in Indonesia. *Journal of International Economics* 79:42-53.

Aydin, N., Sayim, M., e Yalama, A., (2007). Foreign ownership and firm performance: Evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 11: 104-111.

Azevedo, S., C., L., (2016). Investimento direto estrangeiro em Portugal: Um estudo bibliométrico. 91. <http://hdl.handle.net/10216/86765>.

Barbosa, N., e Louri, H., (2005). Corporate performance: Does ownership matter? A comparison of foreign-and domestic-owned firms in Greece and Portugal. *Review of Industrial Organization*, 27:73-102.

Barroco, C., Castro, E., A., e Costa, C., (2012). Fatores determinantes do processo de atração de investimento direto estrangeiro para o sector do turismo em Portugal, *Revista Turismo & Desenvolvimento*, 17/28:105-106.

Benfratello, L., e Sembenelli, A., (2006). Foreign ownership and productivity: Is the direction of causality so obvious? *International Journal of Industrial Organization*, 24(4): 733-751.

Bernard, Andrew B., e Jensen, B., J., (1999). Exceptional Exporter Performance: Cause, Effect, or Both? *Journal of International Economics* 47:1-25.

Bernard, A.B., Eaton, J., Jensen, J.B., e Kortum, S.S., (2003). Plants and productivity in international trade, *American Economic Review* 93 (4):1268-1290.

Bernard, Andrew B., e J. Jensen, B., (2004). Why Some Firms Export, *Review of Economics and Statistics*, 86(2):561-69.

- Bernard, Andrew B., J., Jensen, B., Peter K., e Schott, (2005). Importers, Exporters, and Multinationals: A portrait of firms in the U.S. that trade goods, NBER Working, 11404.
- Birkinshaw, J., (1997), "Entrepreneurship in multinational corporations: the characteristics of subsidiary initiatives", *Strategic Management Journal*, 18(3):207-229
- Blomström, M., e Sjöholm, F., (1999). Technology transfers and spillovers: Does local participation with multinationals matter? *European Economic Review*, 43(4-6):915-923.
- Blonigen B.A., Fontagné L., Sly N., e Toubal F., (2012). Cherries for Sale: Export Networks and the Incidence of Cross-Border M&A, in Nber working paper.18414, March.
- Blundell, R., e Bond, S., (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1):115-143.
- Buckley, Peter J., e Casson, M., (1976). *The Future of the Multinational Enterprise*.
- Bugamelli M., e Infante, L., (2003). Sunk Costs of Exports. *Temi di discussione*, 469, Banca d'Italia.
- Castellani, D., e A., Zanfei (2007). Internationalization, Innovation and Productivity: How Do Firms Differ in Italy? *The World Economy*, 30:156-176.
- Caves, e Richard E., (1971). International corporations: The industrial economics of foreign investment. *Economica*, 38, February:1-27.
- Caves, R., E., (1974), "Multinational firms, competition and productivity in host-country markets", *Economica* 41 (162):176-193
- Caves, R., Porter, M., Spence, A. e Scott, J. (1980). *Competition in the open economy*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Caves, R., E., (1996). *Multinational enterprises and economic analysis*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Chang, S. J., Chung, J., e Moon, J., J., (2013). When do foreign subsidiaries outperform local firms? *Journal of International Business Studies*, 44(8):853-860.
- Chhibber, P.K., e Majumdar, S., K., (1999). Foreign ownership and profitability: Property rights, control and the performance of firms in Indian industry. *Journal of Law and Economics*, 42:209-238.
- Coase, R., (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, New Series, 4, (16). (1937):386-405, em:  
<http://www.colorado.edu/ibs/es/alston/econ4504/readings/The%20Nature%20of%20the%20Firm%20by%20Coase.pdf>
- Comanor, W., S., e Wilson, T., A., (1974). *Advertising and market power*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Combe, E., e Mucchielli, J.,-L. (1998).The multinational firm versus the host country: A bargaining power approach, Rugman, A.M. and Mucchielli, J.-L. (Ed.) *Multinational Location Strategy (Research in Global Strategic Management, 6)*, Emerald Group Publishing Limited, Bingley, 185-210, em: [https://doi.org/10.1016/S1064-4857\(98\)06010-0](https://doi.org/10.1016/S1064-4857(98)06010-0)

Conferencia de las Naciones Unidas sobre comercio e desarrollo, (1999). *Inversiones extranjeras de cartera e inversiones extranjeras directas: características, semejanzas, complementariedades y diferencias, interacción, consecuencias políticas e influencias en el desarrollo*. Ginebra: Naciones Unidas, 1999, em:

<http://www.unctad.org/sp/docs/c2em611.sp.pdf>.

Conyon, M., J., Girma, S., Thompson, S., e Wright, P., (2002). The productivity and wage effects of foreign acquisition in the United Kingdom. *Journal of Industrial Economics*, 50(1):85-102.

Crane, L., M., (2003). *Measuring Financial Performance: A Critical Key to Managing Risk*: 2-7.

Crespo, N., e Fontoura, M., (2007). Determinant Factors of FDI Spillovers-What do We Really Know? *World Development*, 35, (3):410-425.

Dell'Erba, S., Reinhardt, D. (2015).FDI, debt and capital controls, *Journal of International Money and Finance*, 58:29-50.

Djankov, S., (1999).Ownership structure and enterprise restructuring in six newly independent states. *Comparative Economic Studies*, 41(1):75-95.

Douma, S., George, R., & Kabir, R., (2011). Foreign and Domestic Ownership, Business Groups and Firm Performance: Evidence from a Large Emerging Market. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.685783>

Driffield, N., Sun, K., e Temouri, Y., (2018).Investigating the link between foreign ownership and firm performance – an endogenous threshold approach. *Multinational Business Review*, 26(3):277-298. <https://doi.org/10.1108/MBR-12-2017-0102>.

Dunning, J., H., (1993).*Multinational Enterprises and the Global Economy*, Addison Wesley.

Dunning, J., H., (1997).Technology and the changing boundaries of firms and governments In OECD. *Industrial competitiveness and the global economy*: 53-68, Paris: OECD.

Dunning, J., H., (1998).Location and the multinational enterprise: a neglected factor. *Journal of International Business Studies*, 29 (1): 45-66.

Dunning, J., H., (2002).Trade, Location of Economic Activity and the Multinational Enterprise: A Search for An Eclectic Approach. *Theories and Paradigms of International Business Activities: The Selected Essays of John H. Dunning*, 1:52-76.

- Faeth, I., (2009). Determinants of foreign direct investment – a tale of nine theoretical models, *Journal of Economic Surveys*, 23, 1:165-196.
- Fonseca, M., (2014). Investimento Direto de Portugal no Exterior: Padrões de desenvolvimento e efeitos domésticos, Tese de doutoramento, Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Fontoura, M., (1997). Aspectos teóricos do investimento direto estrangeiro, in Romão, A. (ed.) *Comércio e Investimento Internacional*, ICEP - Investimentos, Comércio e Turismo de Portugal, Lisboa:37-61.
- Gatignon H., e Anderson E., (1988). The multinational corporation's degree of control over foreign subsidiaries: an empirical test of transaction cost explanation. *Journal of Law, Economics, and Organization* 4:305-336.
- Gioia C., e Thomsen S., (2004). International Acquisitions in Denmark 1990-1997: Selection and Performance, in *Applied Economics Quarterly*, 50(1):61-87.
- Girma S., e Görg H., 2007. Evaluating the foreign ownership wage premium using a difference-in-difference matching approach. *Journal of International Economics* 72:97-112.
- Globerman, S., J., C., Ries e I., Vertinsky, 1994. The economic performance of foreign affiliates in Canada. *Can. J. Econ.*, 27:143-156. <http://www.jstor.org/stable/135807>.
- Grant, R., M., (1987). Multinationality and Performance among British Manufacturing Companies. *Journal of International Business Studies*, 18(3):79-89. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490413>
- Greenaway, D., Guariglia, A., e Yu, Z., (2014). The more the better? Foreign ownership and corporate performance in China. *European Journal of Finance*, 20:681-702.
- Grossman, G. M., Helpman, E., e Szeidl, A., (2006). Optimal integration strategies for the multinational firm. *Journal of International Economics*, 70(1):216–238.
- Goddard, J., Tavakoli, M., e Wilson, J., (2005). Determinants of profitability in European manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model, *Applied Financial Economics*, 15(18):1269-1282
- Gorthels, J., e Ooghe, H., (1997). The performance of foreign and national take-overs in Belgium. *European Business Review*, 97(1):24-37.
- Guadalupe M., Kuzmina O., e Thomas C., (2012). Innovation and Foreign Ownership, in *American Economic Review*, 102(7):3594-3627.
- Gunduz, L., e Tatoglu, E., (2003). A comparison of the financial characteristics of group affiliated and independent firms in Turkey. *European Business Review*, 15(1):48-54.
- Harris, R., e Robinson, C., (2002). The effect of foreign acquisitions on total factor productivity: Plant-level evidence from UK manufacturing, 1987-1992. *Review of Economics and Statistics*, 84(3):562-568.

- Hausman, J., (1978).Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, 46(6):1251-1271.
- Hayami, e Yujiro (2001).*Development Economics: From Poverty Alleviation to the Wealth of Nations*, 2nd Edition. New York: Oxford University Press.
- Head, K., e Ries, J., (2003).Heterogeneity and the FDI versus export decision of Japanese manufacturers, *Journal of the Japanese and International Economies*, 17:448-467.
- Helpman, E., M., J., Melitz, e Yeaple, S., R., (2004).Export versus FDI with Heterogeneous Firms, *The American Economic Review*, 94(1):300-316.
- Huang, R., D., e Shiu, C., Y., (2009). Local effects of foreign ownership in an emerging financial market: Evidence from qualified foreign institutional investors in Taiwan. *Financial Management*, 38(3):567-602.
- Hymer, S., (1960).*The International Operations of National Firms: A Study of Direct Investment*, Doctoral Dissertation, MIT Press.
- Hymer, S., H., (1976). *The international operations of national firms: A study of foreign direct investment*. Cambridge: MIT Press.
- Iamsiraroj, S., e Ulubaşoğlu, M., A., (2015).Foreign direct investment and economic growth: A real relationship or wishful thinking? *Economic Modelling*, 51:200213.
- Jacinto, A. (2005). *O Alargamento da União Europeia a leste e o investimento direto estrangeiro em Portugal e nos novos membros – determinantes de localização e deslocalização de empresas*, Instituto Superior de Economia e Gestão. Dissertação.
- Jammine, e Azar P., (1984).Product diversification, international expansion and performance: A study of strategic risk management in UK manufacturing. Ph.D. thesis, University of London.
- Khawar, M., (2003).Productivity and foreign direct investment: Evidence from Mexico. *Journal of Economic Studies*, 30(1):66-76.
- Kieso D., Weygandt J., e Warfield T., (2010). *Intermediate Accounting* (13th edn). Wiley: Hoboken, NJ. Killing JP. 1983. *Strategies for Joint Venture Success*. Praeger: New York.
- Kim, W., S., e Lyn., E. O.,(1990).FDI theories and the performance of foreign multinationals operating in the U.S. *Journal of International Business Studies*. 21 (1):41-54.
- Konings, J., (2000). The effects of foreign direct investment on domestic firm. *Economics of Transition*. 9 (3):619-633.
- Lecraw, D., J., (1984).Bargaining power, Ownership and profitability of transnational corporations in developing countries. *Journal of International Business Studies*, 15:27-43.

Majumdar, S., K., (1997).The impact of size and age on firm-level performance: Some evidence from Indian industry. *Review of Industrial Organization*, 12:231-241.

Melitz, M., (2003).The Impact of Trade on Intra-industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity, *Econometrica*, 71(6):1695-1725.

Mencinger, J., (2003).Does foreign direct investment always enhance economic growth? *Kilkos*, 56 (4): 491-508.

<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1046/j.0023-5962.2003.00235.x/abstract>

Mihai, Oana, I., Mihai, e Cosmin,(2013).The impact of foreign ownership on the performance of Romanian liste manufacturing companies, *The International Journal of Management Science and Information Technology (IJMSIT)*, ISSN 1923-0273, NAISIT Publishers, Toronto,(10):106-123.

Murteira, B., Pimenta, C., Pimenta, F., Ribeiro, C., e Silva, J., (2015). *Introdução à Estatística (3o Edição)*. Escolar Editora.

Navaretti, B., e Venables, J., *Multinational Firms in the World Economy*, Princeton University Press (2004). *Journal of International Economics*, 67, (2): 520-524.

Navaretti, B., G., e Castellani, D., (2004), 4284.Investments Abroad and Performance at Home Evidence from Italian Multinationals.

OCDE (2008).OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, OECD Publishing.

Pedroso, A., F., (2015). *As determinantes do Investimento Direto Estrangeiro Chinês: uma comparação entre a Ásia e a África*. Dissertação de Mestrado em Economia Internacional e Estudos Europeus, Lisbon School of Economics & Management, Universidade de Lisboa. Consultado em setembro, 4, 2016, em:

<https://www.iseg.ulisboa.pt/aquila/getFile.do?fileId=642680&method=getFile>

Piscitello, L., e Rabbiosi, L., (2005).The impact of inward FDI on local companies' labour productivity: Evidence from the Italian case. *International Journal of the Economics of Business*, 12(1):35-51.

Porter, e Michael E., (1987).From Competitive Advantage to Corporate Strategy, *Harvard Business Review*, May/June 1987:43-59.

Protsenko, A., (2003).Vertical and horizontal foreign direct investments in transition countries (Doctoral dissertation, Imu).

Qian, G., (1998).Determinants of profit performance for the largest US firms 1981-92. *Multinational Business Review*, 6(2):44-51.

Roberts, M., J., e Tybout, J., R., (1997).The Decision to Export in Colombia: An Empirical Model of Entry with Sunk Costs. *American Economic Review*, September 1997, 87(4):545-64.

- Rodrigues, P., (2009). Fusões e aquisições internacionais e investimentos de raiz: determinantes macroeconómicos e efeitos sobre o crescimento, Universidade do Porto. Tese de Doutoramento.
- Romer, P., (1993). Idea Gaps and Object Gaps in Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, 32(3).
- Santos, S., F., (2017). Determinantes do investimento direto estrangeiro: uma perspetiva institucional. *Responsório Uminho*, 54. <http://hdl.handle.net/1822/46530>
- Shaked, Israel, (1986). Are multinational corporations safer? *Journal of International Business Studies*, 17:83-106.
- Silva, A., (2014). A estruturação dos determinantes relevantes no processo de decisão do Investimento Directo Estrangeiro em Portugal e em Espanha, Dissertação de Mestrado. Instituto Politécnico do Porto.
- UNCTAD, (1991). *World Investment Report 1991: The Triad in Foreign Direct Investment*. New York: United Nations Centre on Transnational Corporations.
- Valentin, A., C., (2011). Determinants of corporate financial performance: 1-17.
- Wang, J., e Wang, X., (2015). Benefits of foreign ownership: Evidence from foreign direct investment in China. *Journal of International Economics*, 97(2):325-338.
- Wan, X., (2010). A literature review on the relationship between foreign direct investment and the economic growth, *International Business Review*, 31(1):5256.
- Gelübcke J., P., W., (2013). Foreign and Domestic Takeovers in Germany: Cherry-picking and Lemon-grabbing, in *Applied Economics Quarterly* 59(4):275-294.
- Willmore, L., (1986). The comparative performance of foreign and domestic firms in Brazil. *World Development*, 14(4):489-502.
- Yasar, M., e Paul, C., J., M., (2007). International linkages and productivity at the plant level: Foreign direct investment, exports, imports and licensing. *Journal of International Economics*, 71(2):373-388.
- Zaheer, S., (1995). Overcoming the liability of foreignness. *Academy of Management Journal*, 38(2):341-364.