



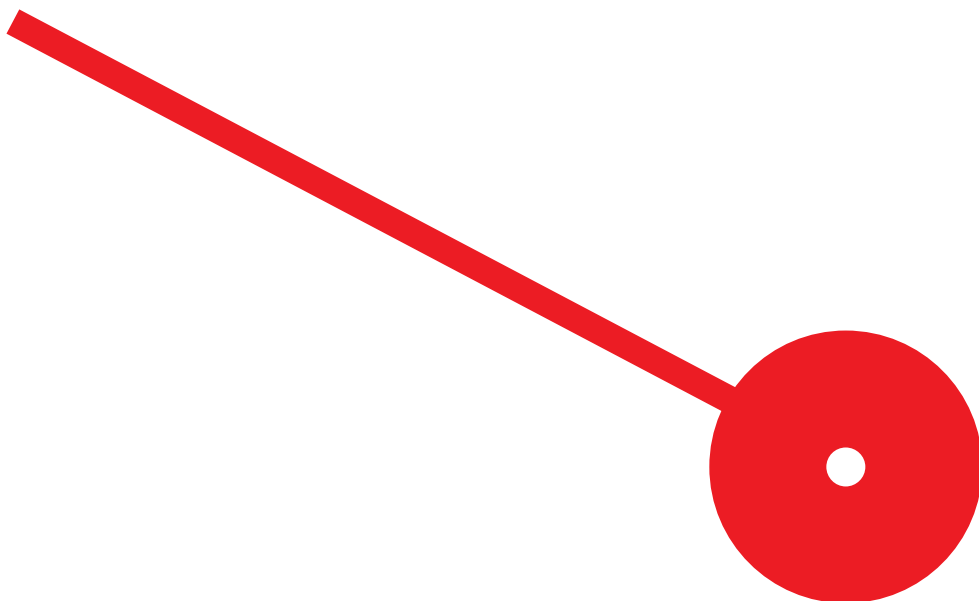
Investimento direto estrangeiro e desempenho empresarial: análise empírica a empresas portuguesas da indústria transformadora

Versão Final (Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri)

Débora Micaela Pereira Moreira

12/2020

Débora Moreira. Investimento direto estrangeiro e desempenho empresarial: análise empírica a empresas portuguesas da indústria transformadora
12/2020

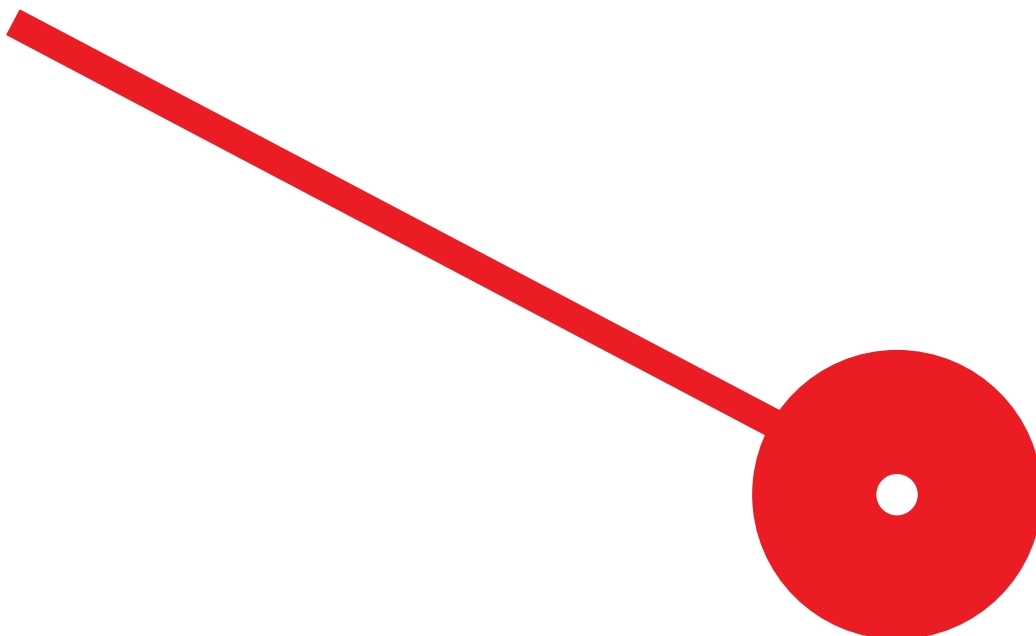




Investimento direto estrangeiro e desempenho empresarial: análise empírica a empresas portuguesas da indústria transformadora

Débora Micaela Pereira Moreira

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.



Dedicatória

Dedico esta tese aos meus pais e à minha irmã pelos valores que me transmitiram em toda a minha vida.

Agradecimentos

Finalizada uma etapa particularmente importante da minha vida, não poderia deixar de expressar em primeiro lugar, o mais profundo agradecimento a todos aqueles que, de forma direta ou indireta, me guiaram neste percurso.

Um especial agradecimento ao Professor Doutor Armando Silva pelo tempo que atenciosamente me dedicou e pela competência com que orientou esta dissertação.

Agradeço à minha família por todo o apoio e compreensão demonstrada durante este período marcado por alguma ausência em que as prioridades foram o trabalho e os estudos. Sem eles nunca teria a ambição de ser a minha melhor versão.

Por último, mas não menos importante, um muito obrigado aos meus amigos por toda a motivação e força para continuar, enaltecendo o pilar importante que são na minha vida.

E para finalizar, um obrigado a todos os colegas do mestrado pela camaradagem e partilha de ideias.

Resumo:

O investimento direto estrangeiro consiste no investimento realizado numa outra empresa de um país estrangeiro com uma percentagem mínima de 10%. O fluxo financeiro que entra num país através de investimento direto estrangeiro é expectável que desencadeie crescimento económico, e como tal, tornou-se um ponto de partida importante para este estudo, no caso das empresas portuguesas.

O presente estudo tem o objetivo de analisar o impacto do investimento direto estrangeiro nas empresas que o recebem. Para tal, recorreu-se a uma metodologia quantitativa de regressões de dados em painel dinâmicos. O propósito do estudo empírico focou-se em testar o impacto do investimento direto estrangeiro, sobre a rentabilidade das empresas recetoras (variáveis dependentes). O estudo foi conduzido para o caso português para os períodos entre 2011 e 2017, no setor da indústria transformadora.

Os resultados sugerem que, a participação estrangeira tem impacto positivo no desempenho financeiro das empresas portuguesas no que se refere à rentabilidade do ativo e rentabilidade do capital próprio. Na rentabilidade das vendas não foi possível encontrar evidências de tal influência.

Palavras chave: Investimento direto estrangeiro, rentabilidade, indicadores de desempenho, indústria transformadora.

Abstract:

The foreign direct investment consists of the investment in another company from a foreign country with a minimum percentage of 10%. The financial flow that enters a country through foreign direct investment is expected to trigger economic growth, and as such has become an important starting point for this study in the case of portuguese companies.

This study aims to analyze the impact of foreign direct investment on the companies that receive it. To this end, a quantitative methodology of dynamic panel data regressions was used. The purpose of the empirical study was to test the impact of foreign direct investment on the profitability of the receiving firms (dependent variables). The study was conducted for the portuguese case for the periods between 2011 and 2017, in the manufacturing sector.

The results suggest that foreign participation has a positive impact on the financial performance of portuguese companies in terms of asset profitability and return on equity. No evidence of such influence could be found on the profitability of sales.

Key words: Foreign direct investment, profitability, performance indicators, manufacturing industry.

Índice geral

Capítulo I – Introdução.....	1
Capítulo II – Revisão de literatura e formulação de hipóteses de investigação.....	3
2 Fundamentação Teórica.....	3
2.1 Estratégias de internacionalização	3
2.2 Investimento Direto Estrangeiro (IDE).....	4
2.2.1 Conceito de IDE.....	4
2.2.2 Teorias explicativas do IDE.....	6
2.2.3 Efeitos do capital estrangeiro sobre a performance empresarial	13
2.2.3.1 Evidências empíricas das empresas que realizam investimento no estrangeiro	13
2.2.3.2 Evidências empíricas das empresas que recebem investimento do estrangeiro	16
2.2.3.3 Influência do país recetor.....	20
2.2.3.4 Grau de propriedade estrangeira	22
2.2.3.5 Vantagens para países recetores de IDE	25
2.3 Formulação da hipótese de investigação.....	25
Capítulo III – Amostra e metodologia da investigação	27
3.1 Seleção da amostra e recolha de dados	27
3.2 Variáveis.....	27
3.2.1 Variáveis dependentes	28
3.2.2 Variáveis independentes	28
3.3 Metodologia econométrica.....	31
Capítulo IV – Apresentação dos resultados	34
4.1 Estatísticas descritivas.....	34
4.2 Análise das correlações	37
4.3 Resultados das regressões	39

4.3.1	Modelo <i>Pooled</i> (OLS)	39
4.3.2	Modelo de Regressão com Variáveis Instrumentais (IV REG).....	41
4.3.3	Regressões pelo Método Generalizado dos Momentos (GMM).....	46
Capítulo V – Conclusão.....		51
Referências bibliográficas.....		53
Apêndices.....		63
Apêndice I – CAE – REV.3 DA AMOSTRA		64

Índice de Tabelas

Tabela 1- Síntese das vantagens do Paradigma Eclético (OLI).....	10
Tabela 2- Determinantes económicos do IDE por tipo de estratégia da EMN.....	13
Tabela 3- Variáveis dependentes da investigação	28
Tabela 4- Variáveis independentes da investigação	29
Tabela 5- Estatísticas descritivas das variáveis	34
Tabela 6- Estatísticas descritivas das variáveis para cada ano de análise	35
Tabela 7- Estatísticas descritivas para a variável dummy	36
Tabela 8- P-value do teste t das diferenças entre médias de dois grupos da amostra	37
Tabela 9- Matriz de Correlação de Pearson das variáveis independentes.....	38
Tabela 10- Modelo Pooled (OLS)	40
Tabela 11- Resultado das regressões pelo modelo IV Reg	42
Tabela 12- Variáveis de interação	44
Tabela 13- Regressão do modelo IV REG com variáveis de interação.....	45
Tabela 14- Resultados das regressões pelo modelo GMM para empresas apenas com capital nacional.....	47
Tabela 15- Resultados das regressões pelo modelo GMM para empresas com capital estrangeiro	48
Tabela 16- Resultados do teste Z às diferenças entre coeficientes do modelo GMM.....	50

Lista de abreviaturas

CAE	Classificação Portuguesa das Atividades Económicas
EMN	Empresa Multinacional
EUA	Estados Unidos da América
FE	Modelo de Efeitos Fixos
FMI	Fundo Monetário Internacional
GMM	<i>Generalized Method of Moments</i>
I&D	Investigação e Desenvolvimento
ID	Investimento Direto
IDE	Investimento Direto Estrangeiro
IIE	Investimento Indireto Estrangeiro
IV REG	Regressão com Variáveis Instrumentais
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OLI	<i>Ownership, Location, Internationalization</i>
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i>
OPM	Margem de Lucro Operacional
PME	Pequenas e Médias Empresas
RE	Modelo de Efeitos Aleatórios
ROA	Retorno sobre o Ativo
ROE	Retorno sobre o Capital Próprio
ROI	Retorno sobre o Investimento
ROS	Rentabilidade Líquida das Vendas
UNCTAD	<i>United Nations Conference on Trade and Development</i>

CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO

O Investimento Direto Estrangeiro (IDE) é considerado um meio importante para o crescimento das economias nacionais. Para a presente dissertação pretenderá estudar-se o impacto da participação estrangeira, ao nível do capital social, no desempenho económico das empresas portuguesas. Na economia portuguesa, o investimento direto estrangeiro tem vindo a representar um papel importante a nível de crescimento económico e competitividade das empresas nacionais. Nos últimos anos, a literatura sobre este tópico sugere que, os efeitos resultantes da aquisição estrangeira de capital social de empresas evidenciam as competências técnicas e de gestão que as multinacionais transferem para as empresas filiais. Desta forma, esse processo gera um “prémio de propriedade estrangeira” que se materializa através da melhoria do desempenho da empresa adquirida. Porém, comparado com economias de maior dimensão, o caso português ainda se encontra pouco explorado.

No que se pode observar em relação ao IDE mundial, verifica-se que este está a crescer a níveis bastante consideráveis. O maior volume de operações de IDE continua a ser entre os países desenvolvidos, porém os países em desenvolvimento têm visto a sua importância a crescer tendo como objetivo tornarem-se destinatários crescentes dos investimentos provenientes de países desenvolvidos (Frenz, Girardo & Ietto-Gillies, 2005).

Assim, com a presente dissertação pretende-se contribuir para um conhecimento mais alargado do tema do IDE e do respetivo impacto no desempenho das empresas em Portugal; essa análise será feita através de revisão da literatura num primeiro momento de estudo e seguido de uma investigação empírica sobre a relação desempenho económico empresarial e IDE. Desta forma, aprofundou-se a revisão da literatura mais direcionada para medidas de desempenho financeiras das empresas beneficiárias de IDE.

O objetivo principal deste trabalho é construir um conjunto de dados ao nível das empresas portuguesas para representar a extensão da atividade estrangeira e indicadores-chaves de desempenho; analisar a relação de causa e efeito entre o investimento direto estrangeiro e o desempenho das empresas.

Como metodologia para o desenvolvimento deste estudo empírico, utilizaram-se regressões de um conjunto de dados em painel sobre centenas de empresas portuguesas no setor da indústria transformadora. Para a amostra de empresas, recolheram-se informações sobre

variáveis de desempenho e investimentos estrangeiros adquiridos pelas mesmas. A base de dados SABI foi o suporte para a recolha desta informação.

Em termos de estrutura, o presente trabalho encontra-se organizado da seguinte forma: na secção seguinte (capítulo II), é feita uma revisão da literatura teórica e empírica em torno das estratégias de internacionalização, do conceito e motivos do IDE e, por consequência, dos efeitos do capital estrangeiro sobre a *performance* empresarial onde será dividida a revisão, neste ponto, entre empresas que realizam investimento no estrangeiro e empresas que recebem investimento do estrangeiro. O último tópico deste capítulo será a apresentação da hipótese de partida. O capítulo III corresponde à parte empírica deste projeto. Nesta secção será feita uma caracterização da amostra e das variáveis a serem utilizadas, explica-se a metodologia econométrica do estudo e procede-se à análise da informação recolhida. Por fim, o capítulo IV surgirá para expor os resultados dos modelos econométricos trabalhados. O trabalho será fechado com a apresentação das principais conclusões e limitações do mesmo.

CAPÍTULO II – REVISÃO DE LITERATURA E FORMULAÇÃO DE HIPÓTESES DE INVESTIGAÇÃO

2 Fundamentação Teórica

Neste segundo capítulo será feita a revisão da literatura tendo como principal objetivo compreender a importância, os motivos e o impacto do Investimento Direto Estrangeiro (IDE) na economia mundial e nas empresas receptoras do mesmo.

2.1 Estratégias de internacionalização

Num estudo sobre tipos de internacionalização, Oliveira (2015) afirma existir um consenso entre diversos autores no que toca aos diferentes tipos de internacionalização.

A internacionalização baseada em Transações constitui o primeiro grupo e consiste na comercialização de bens e serviços passíveis de serem valorizados. Nesta categoria é apresentada como característica comum a ausência de criação de ativos nos territórios de destino, sendo concretizadas por uma relação comercial tipo fornecedor/cliente. Este processo pode assumir três formas de exportação: ocasional, exploratória ou sistemática (Albino et al., 2016).

A internacionalização baseada em Projetos consiste na concretização de projetos específicos e condicionados a uma dimensão temporal. Pode ser necessária a aquisição de ativos temporários no mercado de destino e normalmente está associada à existência de um único cliente (e.g., o Estado) (Oliveira, 2015).

Outro grupo que tem ganho um grande destaque nos últimos anos é a internacionalização baseada em Investimentos de Carteira ou Portfólio. Este processo distingue-se do investimento direto, que falaremos mais abaixo, por ter o foco principal em ativos financeiros, normalmente associada à obtenção de remunerações de investimentos de capital. Pode mencionar-se nesta categoria a participação no capital social de organizações no país de destino, ou mesmo da aquisição de ativos financeiros emitidos por Estados Nação (Oliveira, 2015).

Como explicado por Albino et al. (2016), a internacionalização baseada em Investimento tipo *Joint-ventures* é caracterizada pela cooperação empresarial. Comporta os processos de investimento como a parceria entre duas ou mais empresas. Para Brito (1993) esta cooperação entre organizações caracteriza-se pela independência jurídica da nova empresa,

pela partilha da gestão, o que implica a partilha do controlo sobre o património e sobre os resultados. Em conclusão, o método permite a partilha de custos ligados à inovação, investigação e desenvolvimento; o cumprimento de algumas diretivas ao nível legislativo que obrigam à partilha do capital; a redução do risco associada à expansão internacional e a concorrência crescente nos mercados divergentes (Oliveira, 2015).

A concretização do Investimento Direto (ID) pode ser feita através de parcerias com entidades locais ou com organizações de outros locais e pressupõe a aquisição de ativos no território de destino. Albino et al. (2016) apresenta três índoles possíveis de investimento: (1) comercial; (2) industrial e (3) misto ou integrado. Na primeira hipótese, associa-se o investimento em ativos destinado à função comercial. Normalmente este investimento está ligado ao controlo da cadeia de distribuição, afetando o investimento na área do marketing e publicidade. O investimento de carácter industrial aplica-se a ativos produtivos e pode ser associado à transferência dos processos produtivos para o mercado de destino e é acompanhado pelas competências e vantagens comparativas conquistadas no mercado de origem. Esta duas hipóteses englobam o investimento de natureza misto ou integrado. O ID pode ser concretizado através de *joint-ventures* (capitais mistos e integrados com parceiros do mercado de destino) ou através da criação de subsidiárias.

Como iremos ver nos pontos seguintes onde irá ser aprofundada a temática de IDE, este mecanismo pressupõe a aquisição de ativos no território de destino e pode ser baseada no controlo ou não das operações no país onde é efetuado o investimento.

2.2 Investimento Direto Estrangeiro (IDE)

2.2.1 Conceito de IDE

O investimento estrangeiro tem-se distinguido, desde o período entre guerras, entre os que conduzem e os que não conduzem ao controlo ou participação ativa na gestão das empresas no país recetor pelo investidor estrangeiro (Ber, Tavares & Pacheco, 2015).

A nível internacional, o investimento emitido por uma empresa pode ser dividido em dois tipos: Investimento Direto e Investimento Externo (UNCTAD, 1999). Segundo o mesmo autor, o Investimento Direto pressupõe que a empresa compre ações ou participações de outras empresas, com o fim de exercer controlo sobre estas. O Investimento Externo, ou

também denominado por Investimento de Carteira, corresponde aos fluxos de capital que não são orientados para o controlo operacional da empresa recetora do capital externo.

O conceito de IDE é definido por várias organizações económicas como o Fundo Monetário Internacional (FMI), a *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD) e a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) e traduz-se como uma categoria de investimento internacional realizado por uma entidade residente num país com o principal foco de criar um interesse longo e estável num empreendimento residente num país diferente daquele onde se encontra sediado o investidor (Azevedo, 2016). A OCDE (2008, p. 234) destaca ainda que “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. (...)”

O conceito de que, quando existe intenção do investidor desenvolver atividades no país recetor existe o IDE, cruza várias definições de diferentes autores. Buckley (2009) considera o IDE como a propriedade e controlo de atividade em mais de um país. Krugman e Obstfeld (2005; citado por Ber et al., 2015) afirmam que, o IDE exhibe fluxos internacionais de capital com os quais uma empresa estabelecida num país cria ou expande uma subsidiária noutro país. Tsai (1994) distingue IDE de duas formas: o IDE de característica longo prazo e o Investimento Indireto no Estrangeiro (IIE) associado, normalmente, ao curto prazo. As particularidades de IDE envolvem a transferência de recursos para o estrangeiro, mas preservando a posição de controlo por parte de quem investe, enquanto o IIE assegura apenas a transferência de capital financeiro organizado através do mercado.

A OCDE (2003) considera um investimento estrangeiro como investimento direto quando o investidor estrangeiro detém uma participação no capital, no mínimo de 10% e pode exercer uma influência significativa sobre a gestão da empresa recetora de ID. A empresa multinacional (EMN) terá controlo sobre os ativos estrangeiros se detiver mais de 50% do poder de voto sobre esses ativos. Isto é, caso detenha entre 10% e 50% do poder de voto sobre o investimento direto, a empresa deterá um grau significativo de influência, mas não o controlo.

Para o FMI a noção de controlo é vista num campo de ação mais amplo, que engloba a capacidade de influência na gestão da empresa residente noutro país. Para o Banco Mundial, existe IDE quando existe intenção do investidor desenvolver atividades no país recetor (Albino et al., 2016).

Uma EMN investidora é “uma empresa que empreende IDE e que detém ou controla atividades de agregação de valor em mais do que um país” (Dunning & Lundan, 2008, p. 3). De acordo com estes autores, as EMN abarcam duas características fundamentais: o poder para organizar e coordenar várias atividades de valor acrescentado além das fronteiras e internacionalizam os mercados transfronteiriços para os produtos intermédios que resultam dessas atividades.

2.2.2 Teorias explicativas do IDE

Na secção anterior verificou-se que, para a prática de IDE, existem motivações muito diferentes. Consequentemente, existem diferentes teorias que tentam explicar essas mesmas motivações. Através de teorias mais antigas, até às mais recentes, diferentes investigadores apresentaram-se com diferentes estudos sobre a temática.

Teoria das Imperfeições de Mercado

Kindleberger (1969) e Hymer (1976) surgiram com a Teoria das Imperfeições de Mercado defendendo a noção de que o mercado, tal como o próprio nome indica, não é perfeito. Na utopia de uma economia em concorrência perfeita, viveríamos com uma total transparência entre todos os participantes, produtos e empresas, elevado número de produtos e consequente procura, entre outros, o que originava a que a economia estivesse sempre em perfeito equilíbrio entre todos. Mas este não é um cenário real, as empresas são heterogéneas, não existe total transparência no fluxo de conhecimento, o que leva a que muitas empresas detenham um maior poder de influenciar o mercado que outras. Este ponto facilmente é compreendido se analisarmos o conhecimento que as empresas possuem sobre o seu mercado doméstico, se comparado com o conhecimento sobre o mesmo das empresas estrangeiras. Evidencia-se assim, uma desvantagem das empresas estrangeiras em relação às empresas domésticas, conhecida como “*liability of foreignness*” (Hymer, 1976).

Em detrimento desta desvantagem, coloca-se a questão sobre o que leva as empresas a investirem no estrangeiro? A resposta a esta pergunta é dada pelos autores anteriormente referidos e está ligada ao facto de as empresas deterem vantagens competitivas no seu mercado, tendo a ambição e a esperança de as explorarem em mercados externos. As vantagens referidas poderão estar relacionadas com conhecimento, melhor acesso a recursos, tecnologia, economias de escala, capacidade de gestão, entre outras.

Uma empresa estrangeira terá maiores dificuldades de integração num mercado diferente face às empresas nacionais que operam no seu mercado (Hymer, 1976). Para que exista um enquadramento nesse ambiente associam-se custos adicionais, o que será então uma desvantagem. De forma a ultrapassar isso, “a empresa terá de deter competências e capacidades que as empresas domésticas não possuam, para que esta possa ser competitiva” (Ferraz, 2014). As imperfeições de mercado e as capacidades diferenciadoras das empresas investidoras, salientadas por esta teoria, tornam-nas competitivas neste ambiente que é uma novidade.

Nesta teoria, as imperfeições podem ser descritas em quatro níveis diferentes enumeradas por Ferraz (2014). A primeira imperfeição ocorre a nível do produto (diferenciação dos produtos, marcas, patentes, entre outros); a segunda ao nível dos fatores (gestão e tecnologia diferenciada, acesso fácil de recursos, entre outros); a terceira e a quarta ao nível da concorrência (economias de escala e políticas governamentais que incentivam o IDE, respetivamente).

De acordo com Hymer (1976), é necessário verificar-se, pelo menos, uma destas imperfeições para que o IDE se realize. Caso isso não aconteça, não se concretizará IDE por parte da empresa estrangeira pois, não terá qualquer tipo de vantagem em relação às empresas locais (Kindleberger, 1969).

Teoria da Reação Oligopolista

Um mercado oligopolista ocorre num panorama de concorrência imperfeita, controlado por um grupo de empresas, onde é necessário que cada uma delas tenha em conta as reações e os comportamentos das outras às suas decisões (Ber et al., 2015). Em termos de internacionalização, esta teoria é baseada na reação defensiva de uma empresa em relação às tomadas de decisão de uma empresa concorrente. Logo, em mercados oligopolistas, as empresas tendem a replicar o comportamento dos concorrentes, com vista a minimizar a incerteza e o risco.

A investigação realizada por Knickerbocker (1973; citado por Head et al., 2002) estudou o IDE como sendo uma reação oligopolista, num modo de “*follow the leader*”, através da internacionalização das empresas rivais dos Estados Unidos da América (EUA). Neste mercado em análise, estes autores consideram as empresas como interdependentes umas das outras e reagem defensivamente às concorrentes, imitando-as (Buckley & Casson, 1985). Graham (2000) identifica o IDE como “uma troca de ameaças entre empresas oligopolistas

que, para reduzir a sua incerteza, imitam os rivais (p.163)”. A título de exemplo, se uma empresa concorrente diversifica os investimentos para outro país, com o objetivo de atingir benefícios, diminuindo então os riscos do seu negócio (Rugman & Verbeke, 1992), as suas concorrentes irão posteriormente expandir-se para esse mesmo país. O mesmo pode verificar-se se uma empresa reduzir preços ou aumentar a sua capacidade produtiva.

Distância Psíquica

A Distância Psíquica é um dos fatores de grande impacto aquando da decisão de investimento de uma empresa noutra país. Esta teoria é relembrada quando se explica que as empresas operam, inicialmente, em país que se entende estarem mais próximos psicologicamente, e só depois se considera todos os outros. Entre os diferentes países esta distância é medida através de variáveis como a língua, a cultura, a educação, o desenvolvimento industrial, as práticas negociais, os regulamentos, entre outros (Amal & Seabra, 2007).

Um estudo sobre a importância da distância psíquica realizado por Ghemawat (2001) exhibe quatro dimensões de distância designadas por distância cultural, administrativa, geográfica e económica, influenciando as empresas no momento de abordar a expansão a nível internacional. Considera-se que serão criadas barreiras ao investimento estrangeiro se se verificar diferenças significativas ao nível destas dimensões, o que fará com que uma empresa deixe de investir nesse mesmo país devido ao risco que a empresa poderá não estar disposta a suportar. Zurawicki e Habib (2010) mencionam a corrupção entre dois países um exemplo desse mesmo risco. Num país onde a corrupção está demasiado presente, as empresas estrangeiras tendem a evitá-lo, uma vez que é visto como uma causa de ineficiência e como algo imoral.

Modelo de Fases (Uppsala)

Johanson e Vahlne (1977) são os responsáveis pelo Modelo de Uppsala, ou Modelo de Fases, que analisa o IDE de uma empresa tendo em conta o seu comportamento, isto é, o processo de internacionalização está ligado à experiência concreta empresarial. Quanto mais experiência a empresa possuir, maiores são as suas condições para a internacionalização. Segundo este modelo, a empresa tende a estar cada vez mais comprometida com o mercado para onde se pretende internacionalizar (devido ao crescente estudo do mercado externo) de forma a utilizar esse conhecimento nas suas operações nesse mercado.

Conforme a explicação dada por Ber et al. (2015), o suporte deste paradigma é a ideia de que uma empresa se vai desenvolvendo no seu mercado doméstico e que a internacionalização é o resultado desse desenvolvimento e do estudo sobre o mercado externo ao longo do tempo. Existe um grande entrave para este modelo que se baseia na falta de conhecimento sobre o mercado onde investir, aumentando o risco de investimento e, por isso, existe o consenso de que uma empresa deve ir aumentando o nível de compromisso com esse mercado mas de forma incremental (Johanson & Vahlne, 1977).

Johanson e Wiedersheim-Paul (1975) basearam-se na observação empírica dos processos de internacionalização, em especial de empresas suecas, e fundaram quatro fases da internacionalização:

1. Atividades de exportação regulares;
2. Exportação através de agentes independentes;
3. Criação de filiais de vendas no mercado externo;
4. Produção no mercado externo.

Na continuidade destas fases, a empresa apresenta um compromisso cada vez maior com o mercado externo, defendendo a ideia de que existe cada vez menos falta de informação sobre o mercado devido a um processo incremental de envolvimento e compromisso (Ferraz, 2014). Desta forma, a empresa passa de uma situação de menor risco (exportação) até uma posição de IDE, explicada por este modelo.

Paradigma Eclético

O Paradigma Eclético, OLI (*Ownership, Location, Internationalization*), desenvolvido por Dunning (1977; citado por Gaspar, 2013), é uma das teorias mais citadas para explicar o investimento estrangeiro das empresas. Neste modelo, as empresas devem avaliar as vantagens de posse, de localização e de internalização da empresa.

As vantagens de posse (*ownership advantages*) derivam de características e vantagens únicas de competição que permitam às empresas permanecer em mercados internacionais, fazendo concorrência a empresas do país de destino. Esta vantagem estabelece-se através de ativos, sobretudo intangíveis como tecnologia mais avançada, capacidade de gestão superior, processos produtivos mais eficientes, entre outros. Essas vantagens podem ser materializadas através de propriedades tecnológicas, marcas, recursos humanos melhor preparados, economias de escala, entre outros (Ferraz, 2014).

As vantagens de localização (*location advantages*) existem e são conseguidas através da investigação sobre os mercados, recursos, sobre os bens estratégicos e eficiência das empresas concorrentes, analisando condições específicas do país onde a empresa poderá operar (Habib & Zurawicki, 2002). No fundo, encontra-se vantagem em deslocalizar alguma parte da sua atividade produtiva para o exterior por encontrar assim vantagens superiores às detidas no seu próprio país. Segundo Dunning (1977; citado por Ferraz, 2014) a capacidade da empresa aproveitar e explorar os diversos recursos e benefícios só poderão ter efeito se a empresa estiver presente nesse local escolhido.

Já as vantagens de internalização (*internalization advantages*) traduz-se na capacidade e interesse da empresa rentabilizar, por ela própria, as vantagens específicas que possui em vez de as ceder, através de contratos ou licenças, a outras empresas (Gaspar, 2013). Estas vantagens existem quando uma empresa tem maiores benefícios em ser ela própria a controlar as suas operações, em vez de subcontratar uma empresa externa para fazê-lo, realizando então o investimento no estrangeiro. Através da internalização, a empresa consegue prevenir-se da possibilidade de ser copiada e de ganhar competidores, se realizasse a subcontratação.

A Tabela 1 resume as principais vantagens da multinacionalização citadas por Dunning (1988):

Vantagens de Posse (O)	Vantagens de localização (L)	Vantagens de Internalização (I)
Propriedade tecnológica	Qualidade dos <i>inputs</i>	Ganhos estratégicos
Economias de escala	Diferença no preço dos <i>inputs</i>	Redução dos custos de transação
Diferenciação do produto	Cultura, língua	Redução da incerteza
Dotações específicas (capital, trabalho, organização)	Custos de transporte e de comunicação	Controlo da oferta e das vendas
Acesso aos mercados e recursos	Distância física	Proteção do direito da propriedade
Fonte: Adaptado de Gaspar (2013)		

Tabela 1- Síntese das vantagens do Paradigma Eclético (OLI)

Anteriormente, observou-se que, o processo de internacionalização é o desenvolvimento de atividades num determinado país estrangeiro, contudo as motivações, que levam uma empresa a internacionalizar-se, podem ter várias origens. Deste modo, apresentam-se

posteriormente algumas motivações para as organizações elegerem a internacionalização através do IDE como foco e/ou estratégia.

Introduzindo de um modo geral, a motivação para a internacionalização pode ser de dois tipos: (1) pró-ativa e (2) reativa. Denomina-se pró-ativa quando a organização se internacionaliza visando o aumento do lucro, vantagens tecnológicas, as economias de escalas e os benefícios fiscais. Fala-se de motivação reativa quando a empresa responde a ameaças externas como a pressão da concorrência ou até mesmo quando o mercado se encontra saturado (Czinkota, 1986).

Aprofundando, na literatura, a procura por estudos sobre as motivações para o IDE, existem quatro principais razões para a realização deste processo, segundo Dunning (1993; citado por Castro, 2011): a Procura de Recursos, a Procura de Mercados, a Procura de Eficiência e a Procura de Ativos Estratégicos.

A Procura de Recursos (*Resource-Seeking*), neste tipo de investimento, tem como principal objetivo a exploração de vantagens particulares dos países de destino (Mehmed & Osmani, 2004). São exemplos, o acesso a matérias-primas, fornecimentos com custo mais baixo ou recursos naturais que o país de origem não possui. Segundo Dunning e Lundan (2008) existem três diferentes tipos de empresas, com a finalidade de procurar recursos através do IDE: empresas que procuram recursos físicos, de modo a minimizar custos e assegurar fornecimentos importantes para a atividade; empresas que pretendem adquirir na sua estrutura mão-de-obra não qualificada ou semi-qualificada, a fim de diminuir custos com pessoal (empresas com elevados custos laborais); e empresas com importantes necessidades de obter capacidade tecnológica, organizacional e experiência em gestão.

A Procura de Mercados (*Market-Seeking*), a partir de IDE, rege-se pela entrada direta em novos mercados ou pelo desenvolvimento da atividade em mercados antes servidos para exportações (Mehmed & Osmani, 2004). As quatro razões para este investimento, como descrito por Dunning e Lundan (2008), baseiam-se em: necessidade de seguir clientes ou fornecedores importantes que criaram subsidiárias internacionais; existência de gostos locais e particularidades que é necessário satisfazer; transporte com custos demasiado elevados e pode originar com que seja mais vantajoso investir diretamente no país de destino; e por fim, necessidade por parte das empresas de estabelecer presença física nos mercados que estão a ser operados pelos concorrentes.

Para além destes motivos, os mesmos autores referem que, muitas vezes, a imposição de tarifas ao comércio faz com que as empresas procurem IDE para as evitar ou, em contrário, os governos do país recetor ofereçam incentivos ao IDE que proporciona essa procura.

Para Dunning e Lundan (2008), na Procura de Eficiência (*Efficiency-Seeking*), as diferentes particularidades de cada mercado, como por exemplo a cultura, instituições, padrões de procura, entre outros, é a principal vantagem desta forma de investimento, com fim a servir diversos mercados e concentrar a produção em lugares específicos. Os benefícios retirados são, entre outros, a obtenção de economias de escala e de gama e a diversificação do risco. Os dois tipos de empresas que procuram a eficiência através do IDE são: as empresas que procuram vantagens que advêm nas diferenças na disponibilidade e custos de produção provenientes dos vários países; e as EMN que concentram investimentos em países semelhantes economicamente, com o objetivo de alcançar economias de escala ou de gama e ainda aproveitar as particularidades e gostos de cada mercado (Castro, 2011).

A última motivação para a realização de IDE, Procura de Ativos Estratégicos (*Strategic Asset-Seeking*), é a menos consensual na literatura. Diversos autores referem este ponto noutros motivos, não considerando como um quarto principal motivo de IDE. Na literatura existente sobre ativos estratégicos, esta procura faz menção às EMN que realizam IDE para atingir os seus objetivos estratégicos delineados para o longo prazo. A principal finalidade é aumentar o portfolio geral da empresa investidora em termos de competências humanas e de ativos físicos (Dunning & Lundan, 2008). Assim, esta procura pretende “tirar partido de uma gestão racional da propriedade comum de diferentes atividades ou de atividades similares mas localizadas em diferentes mercados” (Castro, 2011, p. 9). Com o objetivo de adquirir/reforçar capacidades competitivas, esta estratégia é orientada geralmente pela aquisição de ativos de empresas estrangeiras.

A Tabela 2 apresenta um resumo destes quatro principais determinantes económicos do IDE considerando o tipo de estratégia da EMN.

Tipo de IDE segundo estratégia da EMN	Principais determinantes nos países que recebem o IDE
Procura de Recursos	<ul style="list-style-type: none"> - Infraestrutura física (portos, estradas, energia, telecomunicações); - Disponibilidade das matérias-primas.
Procura de Mercados	<ul style="list-style-type: none"> - Preferências dos consumidores do país; - Potencial crescimento do mercado; - Rendimento e tamanho do mercado; - Estrutura dos mercados (barreiras à entrada, preços).
Procura de Eficiência	<ul style="list-style-type: none"> - Custo de financiamento, matérias-primas, transporte e comunicação; - Custos de ativos ligados à produtividade; - Acordos de integração regional de cooperação.
Procura de Ativos Estratégicos	<ul style="list-style-type: none"> - Mão-de-obra qualificada; - Qualidade de ativos tecnológicos e de I&D; - Inovação.
Fonte: Adaptado de Dunning (2004); UNCTAD (1998) e Ferraz (2014)	

Tabela 2- Determinantes económicos do IDE por tipo de estratégia da EMN

2.2.3 Efeitos do capital estrangeiro sobre a performance empresarial

O IDE desempenha um papel importante na economia mundial (UNCTAD, 2012). Por esta razão, este tipo de investimento é alvo de variados estudos que analisam o seu efeito nas EMN investidoras, mas também nas economias nacionais e, em particular, nas empresas recetoras desse investimento em capital social.

2.2.3.1 Evidências empíricas das empresas que realizam investimento no estrangeiro

A literatura teórica sobre o prémio de propriedade estrangeira reside na teoria tradicional da existência de vantagens para as EMN em relação às empresas puramente nacionais (Hymer, 1976). Nos últimos anos, esta literatura recebeu uma contribuição fundamental de Melitz (2003) e Helpman, Melitz e Yeaple (2004) que expõem a heterogeneidade dentro do setor empresarial nos modelos tradicionais de internacionalização e mostram a existência de uma relação positiva entre o nível de produtividade das empresas e o seu grau de internacionalização. Porém, são desconhecidas as causas desse prémio de produtividade, não

se sabendo se já existiam antes do IDE ou se foi obtido após o IDE. Dado que a entrada num mercado estrangeiro envolve elevados custos fixos, apenas as empresas mais produtivas se envolvem em IDE. De acordo com esta corrente, os investidores estrangeiros são efetivamente capazes de transferir bens e práticas organizacionais para potenciar subsidiárias locais, gerando assim um prémio de propriedade estrangeira, que se materializa através da melhoria do desempenho da empresa adquirida (Navaretti, Venables & Barry, 2004).

O investimento estrangeiro pode impulsionar o desempenho da empresa investidora através de diferentes canais. A vantagem patrimonial do paradigma OLI pode ser vista não só como uma condição prévia para investir no exterior mas também como um motor para absorver novos conhecimentos (Cantwell & Narula, 2001). De acordo com esta abordagem, o investimento estrangeiro pode ser seguido de reestruturações internas, aquisição de melhores práticas e novas atividades de pesquisa e desenvolvimento.

Porém, alguns estudos empíricos encontraram resultados mistos sobre os efeitos do IDE no desempenho de empresas investidoras. Navaretti e Castellani (2004) analisaram o desempenho de uma amostra de empresas italianas que investiram no estrangeiro pela primeira vez no período entre 1994 e 1997, comparando-as com uma amostra de empresas que não investem no estrangeiro; este estudo mostra uma diferença positiva no volume de negócios e nas taxas de crescimento da produtividade no primeiro grupo de empresas. Anos mais tarde, em linha com o crescimento da produtividade, Navaretti, Castellani e Disdier (2010) argumentam que os ganhos de produtividade parecem estar associados, especialmente, ao investimento em países avançados.

Resultados diferentes de uma análise semelhante emergem de EMN no Japão onde, os efeitos positivos são observados em relação ao emprego, mas são insignificantes em relação à produtividade (Hijzen, Inui & Todō, 2007). Outra amostra de empresas italianas realizada por Bronzini (2015; citado por Borin & Mancini, 2016), confirma a hipótese de uma melhor divisão do trabalho, sobretudo para empresas que optam por estratégias complexas de internacionalização. Com o aumento do emprego na filial da EMN, a componente de trabalhadores que executam tarefas administrativas e de gerência também aumenta, porém, a componente de trabalhadores que executam trabalho direto de produção mantém-se inalterada, originando que a taxa das vendas face ao emprego não é afetada pela aquisição de uma EMN.

Outra vertente da literatura analisa a relação entre o emprego interno e externo por parte de EMN. Uma amostra de empresas suecas, apresentada num estudo de Braconier e Ekholm (2000), afirma que o emprego na empresa-mãe e nas filiais localizadas noutros países de altos rendimentos são substitutos, mas não encontram evidências de substituição de emprego decorrente de investimentos em locais de baixo rendimento. Este resultado está em linha com Muendler e Becker (2010) que usam um modelo econométrico integrado que incorpora a seleção de locais na estimativa de procura de mão-de-obra. Esta procura de mão-de-obra depende das diferenças salariais entre locais, quer quando uma EMN se expande para locais estrangeiros, como quando uma EMN realoca postos de trabalho nas filiais existentes. Estes autores afirmam que empregos domésticos e estrangeiros são substitutos dentro das EMN.

Goethals e Ooghe (1997: citado por Aydın, Sayim e Yalama, 2007) realizaram um estudo, incluindo a variável Retorno Sobre o Investimento (ROI), para analisar o desempenho em 25 empresas belgas e 50 empresas estrangeiras, onde as empresas belgas são adquiridas pelas estrangeiras. Concluíram que a aquisição de empresas estrangeiras tem impacto positivo sobre o desempenho das EMN. Além disso, as empresas que obtêm participações estrangeiras também tiveram um desempenho melhor do que as suas concorrentes domésticas. Segundo Aydın et al. (2007), outros autores como Grant (1987) e Qian (1998) avaliaram o desempenho do retorno e múltiplos fatores explicativos por se proceder à multinacionalização. No primeiro caso, Grant estudou as maiores empresas de manufatura do Reino Unido, entre 1972-1984, e revelou que a elevada rentabilidade das EMN estudadas estava positivamente correlacionada ao seu nível de multinacionalização. No segundo caso de Qian, incluiu as maiores corporações industriais dos EUA, no período de 1981-1992, e descobriu que o desempenho do retorno é diferente devido às diferenças no nível de envolvimento estrangeiro. Mas, na sua maioria, a multinacionalidade tem um impacto significativo no desempenho das EMN investidoras. O autor justificou este impacto como uma hipótese derivada das imperfeições de mercado, proporcionando uma poderosa motivação para as EMN explorarem a vantagem de propriedade estrangeira noutros países, por exemplo de *know-how*, habilidades de gestão e capacidade de marketing.

Outra importante abordagem são os principais benefícios e custos de uma EMN realizar IDE, onde vários estudos debruçaram-se sobre o tema. Primorac e Smoljić (2011) foram dois desses autores e, nas suas investigações, apresentaram importantes conclusões nesta matéria. Estes desenvolveram uma lista sobre essas mesmas vantagens que se resumem na otimização do portfólio, a exploração de externalidades no mercado do país a investir, a internalização

de um grande número de transações (em contrapartida de licenciamentos ou de exportações), o uso de vantagens específicas das EMN (tecnologia avançada), aproveitamento das características do país onde vai investir (tamanho e proximidade com outros mercados, mão-de-obra, matérias-primas e recursos naturais a baixos custos), com base em diversos motivos como a melhor organização, racionalização dos custos e motivos estratégicos.

Na realização de IDE não existem só vantagens, mas também custos associados a esta operação por parte das EMN. Em matéria de gastos, salientam-se os custos de transferir trabalhadores, as barreiras culturais e linguísticas, os custos de conhecimento sobre os procedimentos do país a investir, os custos de estar fora do seu ambiente doméstico e os fatores de risco, como taxas de câmbio, instabilidade política ou a expropriação pelo governo do país a investir (King, 2003).

Contudo, as empresas podem desempenhar o papel de emissoras, mas também o de recetoras de projetos de IDE, papel que iremos abordar de seguida.

2.2.3.2 Evidências empíricas das empresas que recebem investimento do estrangeiro

Existem variados estudos que medem diferentes níveis de desempenho das empresas filiais, seja a nível de salários, inovação, produtividade ou desempenho financeiro.

A maioria dos estudos sobre o desempenho das empresas com participações estrangeiras convergem sobre a existência de um prémio de propriedade estrangeira¹, principalmente em produtividade e salários. Arnold e Javorcik (2009) concluíram, no caso de empresas da Indonésia, que um conjunto de variáveis de desempenho, incluindo salários e produtividade, aumenta em caso de presença de capital estrangeiro. Girma e Görg (2007) afirmam existir efeitos salariais positivos para empresas britânicas, na área da eletrónica e alimentos, após a aquisição por uma EMN sediada nos EUA. Guadalupe, Kuzmina e Thomas (2012) expõem que, após um controlo por seleção, onde EMN adquirem as empresas mais produtivas de fabricação de Espanha, essa aquisição conduz (nas empresas alvo do IDE) a uma maior inovação nos seus produtos e processos (adotando simultaneamente novas máquinas e práticas organizacionais) e, origina uma maior produtividade, através da adoção de

¹ O prémio de propriedade estrangeira reside na existência de vantagens para as EMN em relação às empresas puramente nacionais (Hymer, 1960; citado por Bentivogli & Mirenda, 2017)

tecnologias estrangeiras. No México, Pérez-González (2004) demonstrou que as subsidiárias controladas maioritariamente por EMN registam ganhos de produtividade muito elevados, especialmente subsidiárias que trabalham em áreas que dependem de inovações tecnológicas, uma vez que a empresa-mãe transfere as suas vantagens de inovação tecnológica para a filial. Criscuolo e Martin (2009) mostram também que, empresas que são filiais de multinacionais dos EUA têm uma vantagem significativa de produtividade no Reino Unido, quer em relação a EMN britânicas (domésticas), quer em relação a outras empresas de propriedade estrangeira. Piscitello e Rabbiosi (2005), num estudo realizado nos anos 90 sobre empresas italianas da indústria transformadora, afirmam existir um prémio de propriedade estrangeira sobre a produtividade do trabalho.

Diversos estudos internacionais comparam o desempenho financeiro de empresas nacionais e com participações estrangeiras. De uma forma global, aceita-se a hipótese de que as empresas que recebem IDE superam as empresas puramente nacionais em muitas medidas financeiras e de produção, porém alguns autores mostraram o contrário através dos seus estudos. Portanto, a opinião sobre este assunto está dividida (Azzam, Fouad & Ghosh, 2013) e irá ser descrita através de dois grupos distintos.

Um primeiro grupo de autores sugere que as empresas estrangeiras podem possuir vantagens específicas que não são alcançadas pelas empresas nacionais, e assim atingir um desempenho superior (Hintošová & Kubíková, 2016). Em conformidade com esta análise, Globerman, Ries e Vertinsky (1994; citado por Jusoh, 2015) afirmam que, o desempenho das empresas estrangeiras no Canadá é superior face às empresas domésticas nesse país, devido à posse de vantagens específicas da EMN. Uma das principais razões é que os ativos tangíveis e intangíveis são implantados de forma lucrativa no exterior, após serem desenvolvidos internamente, e os custos de transação associados à gestão de uma única organização entre países são inferiores aos custos de transação de várias organizações com diferentes proprietários. Huang e Shiu (2009) acrescentam que os investidores estrangeiros podem ter melhor conhecimento tecnológico, financeiro ou humano, experiência ou recursos, o que lhes dá mais credibilidade e uma reputação mais forte do que os empresários nacionais.

Willmore (1986) já tinha identificado um melhor desempenho financeiro das empresas com capital estrangeiro em comparação com as empresas nacionais. No seu estudo, analisou 282 empresas brasileiras e mostrou que as empresas de capital estrangeiro apresentavam rácios mais elevados de valor acrescentado bruto e maior intensidade de capital. Mais tarde, estes

resultados foram confirmados por Doms e Jensen (1998) para fábricas dos Estados Unidos, onde as empresas com propriedade estrangeira tinham características operacionais superiores, maior produtividade do trabalho e salários mais altos, eram mais intensivas em capital e tecnologia e mais produtivas em relação à média do setor doméstico; Kim e Lyn (1990) constataram que as empresas estrangeiras nos Estados Unidos gastavam mais em investigação e desenvolvimento (I&D) e tinham níveis de endividamento mais elevados do que a média das empresa norte-americanas domésticas. Um estudo realizado por Chhibber e Majumdar (1999) provou que as empresas indianas com participação estrangeira apresentavam desempenhos relativamente melhores quando a rentabilidade líquida das vendas (ROS) era usado para medir o desempenho. Na mesma linha, Aydin et al. (2007), analisam o desempenho de empresas turcas com participações estrangeiras, cotadas na Bolsa de Valores de Istambul, no período de 2003 e 2004, através de indicadores de balanço como o Retorno sobre o Ativo (ROA), Retorno sobre o Capital Próprio (ROE) e a Margem de Lucro Operacional (OPM). Neste artigo concluem que, as empresas com propriedade estrangeira apresentam melhor desempenho que as empresas nacionais deste país. Estes autores apresentam algumas razões que podem explicar o facto de a propriedade estrangeira aumentar o desempenho das empresas: capacidade de monitorizar, controlar ou incentivar os gestores destas empresas a liderarem de uma forma mais séria e evitando iniciativas que reduzam os valores corporativos, ou a transferência de novas tecnologias pelas empresas estrangeiras.

Neste contexto, Bilyk (2009) investiga os efeitos da propriedade estrangeira no desempenho das empresas transformadoras ucranianas em 2002-2006, com base nos indicadores ROA e ROS. Os resultados empíricos confirmam que, existe um efeito positivo do investimento proveniente do grupo de empresas de países desenvolvidos, nomeadamente EUA e Chipre, enquanto que investimento de empresas em economias de transição está negativamente relacionado com a rentabilidade. Numa análise feita às pequenas e médias empresas (PME) que operam no setor industrial grego, Halkos e Tzeremes (2010) medem o efeito da propriedade estrangeira entre as ações estrangeiras, tentando estabelecer o impacto dos diferentes níveis de propriedade sobre o desempenho das PME. Estes autores chegaram à conclusão de que, a propriedade estrangeira tem um impacto positivo no desempenho das ações estrangeiras. Da mesma forma, Goethals e Ooghe (1997) estabeleceram uma comparação entre empresas belgas que tinham sido adquiridas por outras empresas nacionais

e por empresas estrangeiras e, concluíram que, as empresas estrangeiras melhoram significativamente o desempenho financeiro nas empresas belgas.

Estudos mais recentes, como o de Bentivogli e Mirenda (2017) testaram a relação entre a aquisição estrangeira e o desempenho da empresa adquirida, estimando a existência de uma relação causal entre o IDE e a melhoria de vários indicadores de balanço: tamanho (vendas líquidas), lucro e solidez financeira. Nesta análise, os autores concluem que, o desempenho das empresas nacionais melhora após a aquisição estrangeira em todos os aspectos considerados. Segundo Sarkar e Sarkar (2000), a capacidade em capital, mão-de-obra e tecnologia proporciona a um investidor estrangeiro a melhor posição para explorar as vantagens de influenciar positivamente o desempenho da empresa. Além disso, Lee, Liu, Roll e Subrahmanyam (2006), encontraram a evidência de que a propriedade estrangeira melhora significativamente o desempenho. De acordo com a teoria da agência, os investidores estrangeiros com participação substancial podem desempenhar o papel da monitorização na gestão e reduzir o custo da agência e, como resultado, o desempenho irá aumentar.

Embora seja maioritariamente aceite que, as empresas com participações estrangeiras têm tido um desempenho melhor do que as suas concorrentes, alguns resultados diferentes foram estudados na literatura. Na verdade, um segundo grupo de autores provou que, as empresas de capital exclusivamente doméstico alcançam melhor desempenho do que as empresas com capital estrangeiro. 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) usaram um painel com cerca de 4.000 empresas venezuelanas e descobriram que, um aumento na participação estrangeira afetou negativamente a produtividade de empresas inteiramente nacionais no mesmo setor e, Benfratello e Sembenelli (2006) retiram das suas investigações resultados idênticos. Barbosa e Louri (2005) estudaram uma amostra de 523 empresas portuguesas e constataram que, não existia diferença significativa, na variável dependente ROA, no desempenho entre empresas nacionais e com participações estrangeiras em Portugal. Aumentando a amostra na sua análise, Konings (2001) testou os efeitos do IDE sobre o desempenho das empresas em três economias: Bulgária (1993-1997), Roménia (1994-1997) e Polónia (1993-1997). As evidências mostram que as empresas com participações estrangeiras não têm um desempenho melhor do que as puramente domésticas, exceto na Polónia. O mesmo autor evidencia um importante fator que pode ser a causa destes resultados: a existência de um

tempo necessário para que a propriedade estrangeira tenha impacto sobre o desempenho. Mihai e Mihai (2013) nas suas investigações, onde analisaram a relação entre a propriedade estrangeira e o desempenho de 261 empresas romenas da indústria transformadora cotadas em bolsa, no período económico de 2010, também não confirmam a hipótese de existir um melhor desempenho das empresas com capital estrangeiro. Os autores justificam este fenómeno pelo colapso da crise económica em 2008, onde o período foi marcado pelo fraco desempenho da maioria das empresas cotadas, independentemente da origem do capital.

Na Turquia, uma análise análoga foi conduzido por Gunduz e Tatoglu (2003), que investigaram o efeito da propriedade estrangeira no desempenho de inúmeras empresas não-financeiras em 1999. As conclusões revelam que as empresas de propriedade estrangeira têm um desempenho significativamente melhor do que as empresas nacionais em relação ao ROA, mas não em relação a outros rácios de desempenho financeiro.

Podemos perceber através destas evidências empíricas que existem, na literatura, resultados tão divergentes ao estudar a relação entre a existência de participação estrangeira e o desempenho financeiro das empresas.

2.2.3.3 Influência do país recetor

A influência do país de destino apresenta-se como uma das vertentes estudadas sobre o desempenho das empresas recetoras de investimento direto. Uma das abordagens utilizadas para analisar empiricamente o efeito país no desempenho de empresas foi a da comparação de resultados de empresas de diferentes países. Alguns dos primeiros autores que investigaram a relação entre localização de destino do investimento e desempenho foram Brown, Soybel e Stickney (1994) que compararam o desempenho de empresas recetoras de IDE no Japão e nos EUA de 11 indústrias, no período de 1985 e 1988, porém não encontraram diferenças significativas entre as empresas em matéria de margens de lucro. Mas as empresas norte-americanas tiveram impacto positivo maior, estabelecendo uma relação entre os ativos e as receitas líquidas e, conseqüentemente, um maior ROA; Brouthers (1998), através de um estudo semelhante, comparou o desempenho de 167 empresas, listadas na *Fortune 500*², da indústria transformadora norte-americanas e japonesas e concluiu

² A *Fortune 500* é uma lista anual publicada pela *Fortune* que contém as 500 maiores corporações dos Estados Unidos por receitas totais e respetivos anos fiscais. A lista inclui tanto empresas de capital aberto como empresas privadas cujas receitas estão disponíveis publicamente.

também que as primeiras apresentaram desempenho significativamente superior em termos do ROA; Barbosa e Louri (2005) mencionaram na sua pesquisa que, os resultados podem ser específicos para cada país, e o mesmo foi transcrito por Gelübcke (2013); Makino, Beamish e Zhao (2004) realizaram um estudo de casos de 26.857 investimentos estrangeiros diretos de empresas japonesas em 150 países e regiões, no período de 1991-1999 e observaram que, existem grandes diferenças nas características e no desempenho do IDE japonês entre os países menos desenvolvidos e os países desenvolvidos. Nos países menos desenvolvidos, o IDE cresceu mais rapidamente ao longo do período, porém apresentava um nível de controlo inferior dentro de uma filial, tendo sido realizado pelas empresas-mãe com o objetivo de procura de mercado e tende a apresentar um desempenho financeiro mais elevado. O desempenho nos países desenvolvidos não apresenta uma alteração significativa, mas com um crescimento relativamente estável ao longo do período e com níveis de controlo mais elevados dentro de uma filial.

Com estes resultados colocou-se a hipótese de que, operar em países desenvolvidos torna o desempenho das subsidiárias mais estáveis. Noutra perspetiva, o desempenho mais elevado em países pouco desenvolvidos surge acompanhado de um maior risco, representado pela variabilidade do retorno. Na mesma linha empírica, Christmann, Day e Yip (1999) consideraram uma amostra de 99 subsidiárias de quatro EMN do ramo de bens de consumo embalados (duas norte-americanas e duas europeias) distribuídas em 37 países, no período de 1980 e 1984. Estes autores analisaram o impacto de várias características dos países de operação das subsidiárias (nível de desenvolvimento, tamanho da população, taxa de inflação e estabilidade política), das EMN, das subsidiárias e da indústria sobre as margens brutas de cada subsidiária. O critério que definiu a escolha do ramo de negócio baseou-se na maior autonomia estratégica que as subsidiárias tendem a apresentar e concluíram que, as características do país eram, de longe, o fator determinante mais importante do desempenho das filiais, seguidas pela estrutura do setor (em cada país de acolhimento), a estratégia das filiais e as características das empresas. Embora este estudo seja um dos poucos que examinaram diretamente a influência do país de acolhimento sobre o desempenho das filiais, a generalidade dos resultados é questionável por duas razões principais: o estudo examinou apenas quatro EMN numa única indústria, tornando difícil generalizar resultados para outras EMN e contextos industriais; e, o estudo é de natureza transversal e não capta as alterações no desempenho ao longo do tempo.

Anos mais tarde, Weffort e Meloni (2005) estabeleceram uma relação entre o desempenho de duas subsidiárias, localizadas no Brasil e na Inglaterra, e o seu nível de satisfação face aos padrões adotados pela empresa-matriz. Os autores concluíram que, mesmo com a divergência de normas entre os países de subsidiárias pertencentes a uma EMN, as empresas mantêm um bom nível de satisfação com relação à avaliação de desempenho praticada pela matriz. A discrepância económica e de desenvolvimento entre os países, não implica no alcance das metas impostas pela matriz. Portanto, a eficiência da execução do controlo e da gestão das subsidiárias está fortemente relacionada com a boa definição e ao bom entendimento das regras que, por sua vez, está diretamente ligado às evidências positivas do desempenho financeiro, e não relacionada ao desenvolvimento do país onde está situada a subsidiária.

2.2.3.4 Grau de propriedade estrangeira

Como vimos, os diferentes resultados não se podem explicar apenas pela especificidade de cada país, podendo ser causados pelo facto de as *joint-ventures*³ não serem levadas em conta nestes estudos. A maioria distingue apenas dois tipos de propriedade – nacional ou estrangeira. Alguns deles usam uma variável *dummy* para medir o estrangeirismo da empresa (Barbosa & Louri, 2005 e Zemplerová & Hromádková, 2012), onde apresentam a variável com valor de 1 se a propriedade for estrangeira, e 0 caso contrário. Este método não leva em conta o grau de propriedade estrangeira em empresas de propriedade conjunta. De facto, apenas um número limitado de estudos investigou o efeito do grau de propriedade estrangeira sobre o desempenho das empresas. Na análise realizada por Blomström e Sjöholm (1999) foram utilizados micro dados de 13.664 empresas da Indonésia, para tentar responder à questão de se as empresas com minoria ou maioria de propriedade estrangeira diferem em termos de nível da produtividade. Estes autores constataram que o grau de propriedade estrangeira não afetou o nível de produtividade do trabalho. Em contraste, Dimelis e Louri (2002) descobriram que, na Grécia, as empresas com capital social maioritariamente estrangeiro exibem uma vantagem de produtividade, devido a esse mesmo fator.

³ Segundo Wille (1988) define-se *joint-venture* como uma nova entidade/empresa, juridicamente autónoma, formada por duas ou mais empresas. As *joint-ventures* poderão assumir as formas societárias legalmente em vigor no país em que se encontra a sua sede ou residência fiscal (Morais, 2006), ao mesmo tempo que as empresas-mãe, que estão na sua origem, continuam a existir como empresas autónomas (Colaço, 2013).

Um estudo importante foi lançado por Greenaway, Guariglia e Yu (2014), que examinaram a relação entre o grau de propriedade estrangeira e o desempenho das empresas chinesas, e constataram que as *joint-ventures* têm um melhor desempenho do que as empresas de propriedade totalmente estrangeira e empresas totalmente nacionais. Embora a rentabilidade e a produtividade tenham aumentado inicialmente com a participação estrangeira, começaram a diminuir quando a participação estrangeira atingiu 64%. Nas suas conclusões, os autores sugeriram que alguma propriedade doméstica é necessária para garantir o melhor desempenho, e racionalizaram essas conclusões com um modelo de relação inversa em forma de “U” entre a propriedade e o desempenho. Em linha com esta abordagem, Akimova e Schwödiauer (2004) examinam o impacto da estrutura acionista sobre o desempenho das empresas ucranianas. Os dados foram retirados de inquéritos realizados em 2001, sobre médias e grandes empresas industriais na Ucrânia entre 1998-2000. As evidências empíricas retiradas desta análise mostram que existem efeitos significativos da propriedade sobre o desempenho, mas que são relações não-lineares. De outro modo, o efeito é positivo dentro de uma participação estrangeira pequena, mas negativo a partir do ponto em que se apresenta uma propriedade estrangeira majoritária. Segundo os autores, esta não-linearidade é causada por um ambiente institucional adverso aos investidores estrangeiros. Também Hintošová e Kubíková (2016), no estudo feito a 2.000 empresas que operavam no setor industrial na Eslováquia durante o período de 2004-2013, retiraram duas principais conclusões: observaram que alguma propriedade doméstica é necessária para as empresas alcançarem um ótimo desempenho, já que as empresas com participações mistas superam as empresas com total propriedade estrangeira ou doméstica; e mostraram que a propriedade estrangeira e medidas particulares de desempenho estão ligadas numa relação em forma de “U” invertido. O desempenho de uma empresa aumenta à medida que a sua participação estrangeira aumenta, até à faixa de 61%-65% de investimento estrangeiro, dependendo da medida de desempenho utilizada, e diminui quando o investimento estrangeiro continua a aumentar além desse nível. Outros autores que verificaram esta não-linearidade foram Yavas e Erdogan (2017) que tinham como principal objetivo analisar o efeito da propriedade estrangeira no desempenho das empresas cotadas na Turquia, utilizando um painel de 256 empresas turcas durante o período de 2009-2014. Os resultados deste estudo indicam que a participação estrangeira melhora a rentabilidade da empresa, através da variável ROA, mas até um certo nível; após o limite do limiar, o aumento da participação estrangeira começa a deteriorar o desempenho da empresa.

Alfaro e Chen (2012), procuraram explicar o papel da propriedade estrangeira no desempenho das empresas durante a crise financeira global, iniciada em 2007. Os autores verificaram que as filiais das EMN responderam, em média, melhor à recente crise do que as empresas puramente domésticas, com características económicas semelhantes. Apesar das empresas com participação estrangeira pronunciarem vantagens em anos de crise, em anos sem crise foi insignificante. Neste estudo, explicaram que as filiais que partilham ligações verticais de produção mais fortes com a empresa-mãe, demonstram um desempenho mais resistente durante a crise, especialmente nos países de acolhimento com uma maior incidência da mesma. Porém, as empresas ligadas horizontalmente não tiveram melhor desempenho do que as empresas locais. Contudo, o mesmo padrão não é observado em anos sem crise. As filiais de EMN com ligações verticais não tiveram um desempenho diferente das suas concorrentes locais, enquanto que as filiais com ligações horizontais tiveram um desempenho ligeiramente melhor. Em suma, as filiais que operam em indústrias com maiores ligações financeiras intra-empresa apresentam uma maior vantagem financeira sobre as concorrentes locais. Os autores identificam benefícios importantes associados à ligação criada por participações estrangeiras.

É interessante ver esta contribuição recente de Alfaro e Chen (2012), que procura explicar a heterogeneidade dentro de setor da EMN, em termos de ligações intra-empresa. Apesar de salientar, através do desempenho, a importância das ligações intra e inter empresa, Alfaro e Chen (2012), entre outros, ainda não conseguem identificar um nível chave de propriedade estrangeira necessário para alcançar o aumento do desempenho. Driffield, Sun e Temouri (2018), que estudaram a mesma relação para a Alemanha, Polónia, Itália e Reino Unido, num período entre 2001-2010, mostram que existe uma relação crescente, mas não-linear, entre a propriedade estrangeira e a produtividade.

Assim, embora as subsidiárias sejam alvo de um grande interesse de estudo, na verdade poucas publicações tratam da avaliação de desempenho. Quando se fala de subsidiárias, a maioria dos temas debate tipologias de estratégias subsidiárias. Em resumo, as oportunidades estratégicas das subsidiárias parecem gerar mais atenção do que os seus resultados (Andersson, Forsgren & Pedersen, 2001). Porém, diferentes literaturas abordaram o estudo do desempenho das subsidiárias por si só, comparando o desempenho das subsidiárias estrangeiras com o das empresas nacionais no país de destino, ou com outros modos de entrada. Nesses estudos sugere-se que o desempenho das subsidiárias estrangeiras é superior ao das empresas nacionais, devido a vantagens específicas das EMN (Caves, 1996).

O principal objetivo neste processo é que os ativos (tangíveis e intangíveis) sejam utilizados de forma lucrativa no exterior, após passarem por um processo de desenvolvimento interno. Alguns estudos, medem o desempenho das subsidiárias em termos de desempenho financeiro utilizando indicadores como ROA⁴, ROE⁵ e ROS⁶ e, na sua maioria, as subsidiárias têm um desempenho melhor que as empresas nacionais (Globerman & Meredith, 1984).

2.2.3.5 Vantagens para países recetores de IDE

Tal como uma EMN que realiza IDE, um país recetor do mesmo tipo de investimento também é propenso a várias vantagens e diferentes custos. Existem cinco vantagens deste tipo de investimento de acordo com Lipsey & Chrystal (2003; citado por Ferraz, 2014). Estas vantagens são distinguidas como: o IDE possibilita melhores remunerações ao nível dos trabalhadores; o IDE gera investimentos que, apenas com recursos locais, poderiam não ser possíveis; o IDE conecta as empresas desse país ao resto do mundo de uma forma que apenas com a criação de empresas locais não seria possível; o IDE possibilita que os trabalhadores desse país ganhem novos conhecimentos e capacidades de gestão, trabalhando com empresas mais poderosas a nível global; e, por fim, o IDE possibilita a exploração de tecnologias mais avançadas.

Em contrapartida, os mesmos autores identificam pontos negativos deste tipo de investimento, essencialmente, ao nível dos débitos na balança de pagamentos da importação de componentes (pelas EMN) e da repatriação de lucros, a competição com produtores desse mesmo país, entre outros.

2.3 Formulação da hipótese de investigação

Com base na revisão da literatura realizada formulou-se a seguinte hipótese de trabalho para testar o efeito de algumas variáveis independentes no desempenho das empresas.

Hip1: A participação estrangeira tem um impacto positivo no desempenho das empresas

⁴ Aydın et al. (2007), Mihai e Mihai (2013), Greenaway et al. (2014), Bilyk (2009) e Yavas e Erdogan (2017)

⁵ Aydın et al. (2007) e Mihai e Mihai (2013)

⁶ Mihai & Mihai (2013), Greenaway et al. (2014), Hintošová e Kubíková (2016), Chhibber e Majumdar (1999) e Bilyk (2009)

Um dos principais objetivos propostos por esta dissertação é examinar se a existência de acionistas estrangeiros terá uma influência positiva sobre o desempenho das empresas receptoras desse investimento. De acordo com Thomsen e Pedersen (2000) e Kirchmaier e Grant (2005) diferentes tipos de acionistas têm diferentes incentivos e diferentes objetivos e, por sua vez, têm diferentes implicações para a estratégia e desempenho da empresa. Mesmo que muitos estudos empíricos tenham investigado a relação entre a participação estrangeira e o desempenho da empresa, utilizando tanto medidas baseadas na contabilidade como medidas de desempenho baseadas no mercado, a natureza da relação parece ainda carecer de clarificação. Esta hipótese foi alicerçada em vários estudos como foram os casos de Willmore (1986), Chhibber e Majumdar (1999), Aydin et al. (2007), Goethals e Ooghe (1997), Bentivogli e Mirenda (2017) ou Lee et al. (2006). O mesmo foi verificado na investigação de Mihai e Mihai (2013), apesar de estes autores verem a hipótese de investigação ser rejeitada.

CAPÍTULO III – AMOSTRA E METODOLOGIA DA INVESTIGAÇÃO

Neste capítulo será apresentado o estudo empírico desenvolvido, incluindo a amostra e variáveis que servirão de base ao estudo, assim como se apresentará a metodologia empírica a utilizar.

3.1 Seleção da amostra e recolha de dados

Formuladas as hipóteses de investigação, apresenta-se a amostra a estudar, bem como os dados a explorar. A amostra do presente estudo é constituída por dados contabilísticos e financeiros das empresas portuguesas e retirados da base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos⁷ que abrange cerca de 800.000 empresas portuguesas). Para este estudo usaram-se os seguintes critérios de seleção da amostra:

- Empresas em atividade à data de dezembro de 2019;
- Constituídas como Sociedades Anónimas⁸;
- Incorporadas na Indústria Transformadora: Classificação Portuguesa de Atividades Económicas (CAE) do código 10 ao 33;

Perante estes critérios a amostra traduz-se em 2.690 empresas. No seguimento da seleção da amostra, foram eliminadas as empresas que não tinham valores ou informação suficiente nas variáveis fundamentais da investigação como eram empresas que não apresentavam qualquer informação sobre o nome dos acionistas ou sobre o código do país dos respetivos acionistas, relevante para a variável “capital estrangeiro”. Após esta etapa, o estudo conta com uma base de dados corrigida de 1.547 empresas durante 7 anos de análise, obtendo-se assim 10.829 observações.

Posteriormente, procedeu-se à identificação e tratamento dos *outliers*⁹ das variáveis, para cada ano de análise.

3.2 Variáveis

⁷ A SABI é uma base de dados com informação completa de análise financeira de empresas portuguesas e espanholas com um histórico de contas anuais até 25 anos (contas POC até 2009 e contas SNC a partir de 2010).

⁸ Este critério aumenta a fiabilidade dos dados em virtude da forma como são auditadas as contas deste tipo de empresas.

⁹ Processo de truncagem para cada variável dos valores extremos na cauda inferior e cauda superior (valores mínimos e máximos, respetivamente), ou seja, os valores fora do limite em cada cauda da distribuição de cada variável foram substituídos pelos valores do percentil 0,5 (mínimo) e 99,5 (máximo).

3.2.1 Variáveis dependentes

O capítulo anterior respeitante à revisão de literatura, retrata diversas investigações que serviram de referência para a definição das variáveis dependentes: Rentabilidade do Ativo, Rentabilidade do Capital Próprio e Rentabilidade das Vendas. No quadro abaixo, está apresentada cada variável, seguida da respetiva sigla, fórmula de cálculo e referência a alguns autores que utilizaram estas variáveis em estudos similares.

<i>Variáveis</i>	<i>Denominação</i>	<i>Fórmula de cálculo</i>	<i>Fonte</i>
<i>Rentabilidade do Ativo (%)</i>	ROA	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Bilyk (2009), Aydin et al. (2007), Mihai e Mihai (2013), Yavas e Erdogan (2017), Greenaway et al. (2014)
<i>Rentabilidade do Capital Próprio (%)</i>	ROE	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Total Capital Próprio}}$	Aydin et al. (2007), Mihai e Mihai (2013), Azzam et al. (2013)
<i>Rentabilidade das Vendas (%)</i>	ROS	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Volume Negócios}}$	Bilyk (2009), Mihai e Mihai (2013), Greenaway et al. (2014), Hintošová e Kubíková (2016)

Tabela 3- Variáveis dependentes da investigação

3.2.2 Variáveis independentes

As variáveis independentes baseiam-se em alguns estudos anteriormente realizados, gerando forte consenso entre os investigadores do tema sendo considerados indicadores importantes uma vez incorporados em estudos similares sobre a *performance* empresarial.

<i>Variáveis</i>	<i>Denominação</i>	<i>Fórmula de cálculo</i>	<i>Fonte</i>
<i>Ativo (€)</i>	InATIV	<i>Logaritmo do Total do Ativo</i>	Bilyk (2009), Mihai e Mihai (2013), Jusoh (2015), Yavas e Erdogan (2017)
<i>Endividamento (%)</i>	ENDIV	$\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}}$	Bilyk (2009), Mihai e Mihai (2013), Jusoh (2015), Yavas e Erdogan (2017), Driffield et al. (2018)
<i>Tangibilidade (%)</i>	TANG	$\frac{\text{Ativo Fixo Tangível}}{\text{Ativo Total}}$	Mihai e Mihai (2013), Yavas e Erdogan (2017)
<i>Nível de Atividade Internacional (%)</i>	ATIV_INT	$\frac{\text{Exportações}}{\text{Volume Negócios}}$	Yavas e Erdogan (2017)
<i>Classificação Portuguesa das Atividades Económicas</i>	CAE	<i>Código das Atividades Económicas</i>	Mihai e Mihai (2013)
<i>Capital Estrangeiro (Dummy)</i>	CAP_EST	<i>Valor 1 se a empresa tiver capital estrangeiro em 2018</i> <i>Valor 0 se a empresa tiver, somente, capital português</i>	Aydin et al. (2007), Bilyk (2009), Jusoh (2015), Mihai e Mihai (2013), Yavas e Erdogan (2017)

Tabela 4- Variáveis independentes da investigação

Ativo

A dimensão da empresa é expressa pelo logaritmo do ativo total. À priori, a dimensão da empresa tem um efeito incerto no desempenho da mesma. Por um lado, é provável que os custos de monitorização e custos de agência sejam maiores nas empresas maiores, resultando num impacto negativo no desempenho. Por outro lado, as grandes empresas poderão beneficiar de economias de escala e de gama, o que implica uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o seu desempenho.

Endividamento

O endividamento é o rácio entre o passivo e o ativo total. As empresas altamente alavancadas têm um risco financeiro, o que as leva a terem dificuldades em financiarem os seus próprios investimentos. Além disso, as empresas utilizam um nível inferior de alavancagem devido ao custo da dívida e preferem o financiamento interno em vez da dívida. Deste modo, espera-se um impacto negativo da alavancagem no desempenho das empresas.

Tangibilidade

A estrutura de ativos de uma empresa é medida pelo rácio entre ativos fixos tangíveis e ativos totais. A dimensão desta variável depende principalmente da natureza da atividade. Em geral, a tangibilidade é considerada uma chave determinante do desempenho de uma empresa. A literatura constata que, empresas com elevada tangibilidade de ativos irão incorrer a custos financeiros mais baixos do que uma empresa baseada em ativos intangíveis. Quando uma empresa é incapaz de utilizar os ativos tangíveis disponíveis, o impacto da tangibilidade dos ativos no desempenho da empresa será negativo. A relação entre a tangibilidade e o desempenho da empresa é ambígua.

Nível de atividade internacional

A variável nível de atividade internacional é definida como o rácio entre as exportações e o volume de negócios total da empresa. Esta variável traduz o grau de internacionalização da empresa, no que respeita à oferta. Espera-se que as empresas exportadoras tenham um desempenho mais elevado, uma vez que são mais produtivas do que as empresas nacionais.

Classificação portuguesa das atividades económicas

A categoria indústria reflete a classificação portuguesa das atividades económicas da amostra das empresas portuguesas. Vários documentos examinam a relação entre a filiação na indústria e o desempenho, com os efeitos da indústria a influenciarem uma parte do desempenho financeiro. As empresas poderão estar limitadas até certo ponto, principalmente a curto prazo, pelas oportunidades disponíveis para a indústria como um todo. As empresas da amostra pertencem à indústria transformadora, identificadas na secção C por dois dígitos do CAE 10 ao 33¹⁰.

¹⁰ Em apêndice apresenta-se a designação do CAE da indústria transformadora.

Capital Estrangeiro

A variável capital estrangeiro foi explicada e abordada ao longo da revisão da literatura como principal variável independente do estudo. Numa análise a empresas que recebem no seu seio investimento direto estrangeiro, pretende-se averiguar se a propriedade estrangeira nas empresas portuguesas influencia positivamente a *performance* das mesmas.

3.3 Metodologia econométrica

A metodologia econométrica usada nesta dissertação baseia-se em modelos de dados em painel, sendo utilizado um painel balanceado, isto é, foi possível identificar que as observações de todas as empresas estão disponíveis ao longo de todo o período em análise.

É muito recorrente estudos empíricos realizados no âmbito das áreas de Economia, Finanças e Contabilidade utilizarem, para as suas investigações, dados apresentados em painel. Segundo Sousa (2017), os investigadores recorrem a este método para analisarem, simultaneamente, variações de variáveis ao longo do tempo e entre diferentes indivíduos. Os dados em painel juntam, assim, dados temporais (*time-series*) e seccionais (*cross-section*) no mesmo modelo. Os dados em painel apresentam várias vantagens quando comparados com dados em séries temporais. Para Marques (2000) as vantagens encontram-se associadas ao controlo da heterogeneidade individual, possibilidade de manuseamento de elevadas quantidades de informação e menos colinearidade entre as variáveis e maior eficiência na estimação.

Antes de testar o modelo econométrico mais adequado e discutir os resultados serão realizados e interpretados alguns testes estatísticos. Os níveis de significância habitual serão a base para se aceitar ou rejeitar as hipóteses nulas dos testes¹¹.

Desta forma, e para aplicar metodologias econométricas de dados em painel, iremos inicialmente testar e comparar o modelo do Método dos Mínimos Quadrados ou OLS

¹¹ Se o *p-value* for superior a 5% significa que o modelo cumpre as premissas adequadas, tornando-o válido e de acordo com a hipótese nula.

(*Ordinary Least Squares* ou *pooling*)¹² e o Modelo de Efeitos Fixos (FE)¹³. Para a seleção do modelo mais adequado recorreremos às estatísticas do teste F. Com a realização deste teste pretende-se saber se o modelo OLS dos mínimos quadrados é mais adequado à análise do painel do que o modelo de FE, testando as hipóteses dos modelos. No passo seguinte, preceder-se-á comparação entre o modelo de FE e o Modelo de Efeitos Aleatórios (RE)¹⁴ pelo que se procede ao teste de Hausman. O objetivo da concretização deste teste é verificar se, relativamente ao painel em estudo, o modelo de RE é mais apropriado do que o modelo de FE, o que nos permite decidir qual destes dois modelos usar.

Feitos os testes referidos e apesar do modelo de efeitos fixos parecer ser o mais adequado para a análise, foi necessário proceder a uma verificação da independência dos resíduos. Para este efeito, fizeram-se os testes de independência dos resíduos dos modelos de dados em painel. Nos resultados obtidos verificou-se que os indivíduos não são independentes apresentando uma autocorrelação dos resíduos, fazendo com que os estimadores dos modelos sejam enviesados e inconsistentes. Na presença destes resultados os pressupostos do modelo de efeitos fixos não se validam totalmente, sendo necessário prosseguir para novos modelos de estimação.

Desta forma, dada a endogeneidade previsível nos testes referidos anteriormente entre variáveis como o ROA e o Endividamento ou Tangibilidade, procedeu-se ao modelo de Regressão com Variáveis Instrumentais (IV REG) fornecendo estimadores consistentes dos parâmetros de interesse.

O *Generalized Method of Moments* (GMM), ou Método Generalizado dos Momentos, técnica de análise dinâmica de dados em painel, proposta por Arellano e Bond (1991) e, posteriormente melhorada por Blundell e Bond (1998), é também aqui aplicada para obter de forma consistente e eficiente estimativas do impacto de indicadores financeiros no desempenho da empresa. A justificação da utilização de modelos dinâmicos para dados em painel associa-se ao facto de que muitas séries económicas estão relacionadas umas com as

¹² Estes tipos de modelos assumem determinadas particularidades, sendo adequada a sua aplicação em amostras que se caracterizam por indivíduos selecionados *a priori* que apresentam algumas semelhanças nas suas características estruturais.

¹³ Nestes modelos existe homogeneidade no declive e heterogeneidade na parte constante, que permite captar as diferenças que não variam ao longo do tempo.

¹⁴ Nestes modelos é introduzida a heterogeneidade do indivíduo no termo do erro e é considerada a constante como um parâmetro não observável/aleatório.

outras e com os seus valores do passado. Nesse sentido, os modelos que consideram a variável dependente desfasada como uma variável explicativa, no caso de estimações como as do GMM, distintas das estimativas de painel estático (FE e RE) em que ocorre viés nos coeficientes estimados quando se incluem variáveis dependentes desfasadas como regressor, podem fornecer estimadores não enviesados. O resultado pelo GMM, para os determinantes do desempenho empresarial, permite levar em conta a persistência da variável dependente no tempo.

Desta forma, a equação representativa do modelo dinâmico a usar para avaliar o desempenho financeiro e sua relação com a presença de capital estrangeiro pode ser assim expressa:

$$\begin{aligned}
 \text{Rentabilidade}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Rentabilidade}_{it-1} + \beta_2 \ln\text{ATIV}_{it} + \beta_3 \text{ENDIV}_{it} + \\
 & \beta_4 \text{TANG}_{it} + \beta_5 \text{ATIV_INT}_{it} + \beta_6 \text{CAP_EST}_i + \mu_i + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

Onde t indica o número de anos e i o número de empresas. A equação (1) examina o efeito da propriedade estrangeira (e de outros determinantes) na performance da empresa, em que a rentabilidade dos ativos, a rentabilidade do capital próprio e a rentabilidade líquida das vendas são utilizadas como medidas de rentabilidade. A rentabilidade desfasada um ano está incluída como regressor do modelo.

Contudo, uma vez que a variável explicativa capital estrangeiro se apresenta apenas para o ano de 2017, tal variável inviabiliza o modelo GMM. Como solução para este problema, e analisando aprofundadamente os dados, subdividiu-se a amostra em empresas com participação estrangeira no seu capital social e empresas sem participação estrangeira no seu capital social. Deste modo, o efeito da propriedade estrangeira no desempenho das empresas, em cada um dos dois grupos, é analisado através da criação de três regressões representativas das três variáveis explicadas: ROA, ROE e ROS.

CAPÍTULO IV – APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Neste quarto capítulo será apresentado o estudo empírico inerente a esta dissertação. No subcapítulo seguinte serão apresentados os principais dados das estatísticas descritivas relativas a todas as variáveis usadas, seguindo a respectiva análise de correlação das variáveis independentes e, posteriormente, os modelos de regressões efetuados e respectivos resultados obtidos.

4.1 Estatísticas descritivas

As estatísticas descritivas serão exibidas na seguinte tabela através da média, desvio padrão, mínimo e máximo para as variáveis dependentes e independentes de 1.547 empresas no período de análise entre 2011 e 2017.

<i>Variáveis</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio Padrão</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>
<i>ROA (%)</i>	2,89	5,92	-9,68	15,25
<i>ROE (%)</i>	7,41	14,84	-27,01	39,10
<i>ROS (%)</i>	2,12	8,33	-18,64	17,04
<i>lnATIV</i>	8,99	1,31	2,64	15,74
<i>ENDIV (%)</i>	57,16	22,40	0,94	120,62
<i>TANG (%)</i>	30,78	19,57	0	87,86
<i>ATIV_INT (%)</i>	39,15	35,30	0	100
<i>DUMMY</i>	0,18	0,38	0	1

ROA: Rentabilidade do Ativo; **ROE:** Rentabilidade do Capital Próprio; **ROS:** Rentabilidade líquida das vendas; **lnATIV:** Logaritmo do Total Ativo; **ENDIV:** Nível de endividamento; **TANG:** Tangibilidade; **ATIV_INT:** Nível de atividade internacional; **DUMMY:** Capital estrangeiro.

Tabela 5- Estatísticas descritivas das variáveis

Efetuada uma análise geral às estatísticas descritivas, no que se refere às variáveis dependentes, a média da rentabilidade do capital próprio está na ordem dos 7,41%, ligeiramente superior à rentabilidade do ativo e das vendas, 2,89% e 2,12% respectivamente.

Relativamente ao endividamento geral, a percentagem média desta variável encontra-se nos 57,16%, demonstrando que os capitais alheios têm um peso ligeiramente superior na

estrutura de capital na amostra utilizada das empresas pertencentes à indústria transformadora em Portugal e que são sociedades anónimas.

Seguidamente, apresenta-se a média e mediana de cada variável da amostra para cada um dos anos em análise, entre 2011 e 2017.

<i>Variáveis</i>		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROA (%)	Média	1,85	1,61	2,45	3,08	3,50	3,84	3,90
	Mediana	1,29	1,03	1,65	2,23	2,59	2,95	3,14
ROE (%)	Média	5,73	4,80	7,08	8,03	8,56	8,66	9,02
	Mediana	4,06	3,47	5,30	6,29	7,04	7,10	7,83
ROS (%)	Média	0,85	0,33	1,52	2,30	2,95	3,40	3,50
	Mediana	1,36	1,15	1,79	2,38	2,78	3,08	3,25
lnATIV	Média	8,88	8,89	8,93	8,96	9,00	9,05	9,10
	Mediana	8,86	8,88	8,92	8,93	9,01	9,02	9,06
ENDIV (%)	Média	60,58	59,51	58,39	56,73	55,62	54,68	54,63
	Mediana	62,62	61,75	60,78	59,10	57,60	56,79	56,13
TANG (%)	Média	30,95	30,96	30,73	30,62	30,73	30,73	30,72
	Mediana	28,01	28,12	27,95	27,51	28,44	28,22	27,83
ATIV_INT (%)	Média	36,53	38,53	39,41	39,88	40,01	39,91	39,80
	Mediana	24,52	28,33	31,75	32,42	33,58	31,47	32,94
DUMMY	Média	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
	Mediana	0	0	0	0	0	0	0
ROA: Rentabilidade do Ativo; ROE: Rentabilidade do Capital Próprio; ROS: Rentabilidade líquida das vendas; lnATIV: Logaritmo do Total Ativo; ENDIV: Nível de endividamento; TANG: Tangibilidade; ATIV_INT: Nível de atividade internacional; DUMMY: Capital estrangeiro.								

Tabela 6- Estatísticas descritivas das variáveis para cada ano de análise

Numa análise geral, os dados acima dão-nos a perspetiva de uma clara melhoria da rentabilidade média das empresas da amostra. Observa-se ainda o crescimento constante da dimensão das empresas, bem como uma redução do endividamento geral ao longo da análise temporal, apesar do nível de atividade internacional se manter, aproximadamente, constante (entre os 36% e os 40%).

Para que se consiga uma análise mais clara e aprofundada desta investigação, procedeu-se à apresentação das estatísticas descritivas (médias e desvios-padrão) para duas subamostras

que se distinguem através de empresas sem capital estrangeiro (puramente domésticas) e empresas com capital estrangeiro incorporado no capital social das empresas.

<i>Variáveis</i>	<i>Empresas sem participação estrangeira (dummy=0)</i>		<i>Empresas com participação estrangeira (dummy=1)</i>	
	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão
ROA	2,75%	5,84%	3,52%	6,24%
ROE	7,20%	14,62	8,39%	15,78%
ROS	2,02%	8,39%	2,57%	8,05%
lnATIV	8,84	1,22	9,58	1,23
ENDIV	57,45%	22,47%	55,83%	22,01%
TANG	30,66%	19,32%	31,33%	20,65%
ATIV_INT	36,29%	34,40%	52,35%	36,35%

ROA: Rentabilidade do Ativo; **ROE:** Rentabilidade do Capital Próprio; **ROS:** Rentabilidade líquida das vendas; **lnATIV:** Logaritmo do Total Ativo; **ENDIV:** Nível de endividamento; **TANG:** Tangibilidade; **ATIV_INT:** Nível de atividade internacional.

Tabela 7- Estatísticas descritivas para a variável dummy

Através de uma análise geral à tabela suprarreferida, observa-se que, à exceção do nível de endividamento, todas as variáveis apresentam, em média, percentagens ligeiramente superiores no grupo de amostras de empresas com participações estrangeiras, comparado com empresas puramente nacionais. Estes dados podem, também, indiciar a hipótese de que, empresas com capital estrangeiro incorporado podem apresentar um melhor desempenho financeiro global que as suas congéneres de capital puramente doméstico.

Para analisar com maior exatidão estes factos, realizou-se um teste T, para as variáveis dependentes, testando a existência de uma significativa diferença entre os dois grupos da amostra. Construíram-se as seguintes hipóteses de partida:

H0: A diferença entre as médias não é estatisticamente significativa

H1: A diferença entre as médias é estatisticamente significativa

Teste T	
	P-value
ROA	6,682e-07
ROE	0,002313
ROS	0,006677

Tabela 8- P-value do teste t das diferenças entre médias de dois grupos da amostra

Nestes resultados, a hipótese nula indica que a diferença na média das variáveis dependentes é igual a 0. Como o *p-value*, para o ROA, ROE e ROS é menor que o nível de significância de 5%, a decisão é pela rejeição da hipótese nula e verifica-se que, as médias das variáveis para empresas com capital puramente nacional e empresas com participações estrangeiras são diferentes. Através desta observação, pode concluir-se que a *performance* das empresas é afetada quando estas apresentam capital estrangeiro no capital social das empresas, evidenciando que o desempenho financeiro das variáveis dependentes (ROA, ROE e ROS) das empresas com capital estrangeiro é superior em comparação com empresas sem participação estrangeira.

4.2 Análise das correlações

Alguns problemas podem surgir no decurso de uma análise de dados em painel, podendo comprometer a fiabilidade dos valores dos coeficientes estimados, como é o caso da multicolinearidade. A multicolinearidade pode ocorrer em regressões onde as variáveis independentes ou explicativas estão altamente correlacionadas entre si.

A matriz da tabela 9 apresenta a análise ao nível de correlação existente entre as variáveis independentes da investigação.

	<i>lnATIV</i>	<i>ENDIV</i>	<i>TANG</i>	<i>ATIV_INT</i>	<i>CAP_EST</i>	<i>CAE</i>
<i>lnATIV</i>	1***					
<i>ENDIV</i>	-0,08***	1***				
<i>TANG</i>	0,01**	0,19***	1***			
<i>ATIV_INT</i>	0,21***	0,01	-0,08***	1***		
<i>CAP_EST</i>	0,22***	-0,02***	0,01	0,17***	1***	
<i>CAE</i>	-0,09***	-0,04***	-0,08***	0,11***	0,08***	1***
lnATIV: Logaritmo do Total Ativo; ENDIV: Nível de endividamento; TANG: Tangibilidade; ATIV_INT: Nível de atividade internacional; CAP_EST: Capital estrangeiro (<i>dummy</i>); CAE: Classificação portuguesa das atividades económicas.						
* Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 10% (<i>p-value</i>)						
** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 5% (<i>p-value</i>)						
*** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 1% (<i>p-value</i>)						

Tabela 9- Matriz de Correlação de Pearson das variáveis independentes

Feita uma análise aos valores evidenciados na tabela acima, não parecem existir problemas relacionados com a multicolinearidade para a amostra no período em análise, pois não existem níveis de correlação particularmente elevados entre variáveis. A correlação mais elevada é de 22%, nomeadamente entre a variável capital estrangeiro com a variável ativo sugerindo que, quanto maior a participação estrangeira numa empresa maior poderá ser o seu tamanho, medido pelo ativo empresarial. Todos os outros indicadores não se apresentam particularmente correlacionados entre si, salvo uma moderada correlação entre a tangibilidade e o endividamento.

Relativamente à *dummy* capital estrangeiro é de salientar a correlação com as variáveis explicativas do modelo. Como é observável, o endividamento é a única variável com resultado oposto, ou seja, existe uma correlação negativa quando se relacionam níveis de endividamento das empresas com o capital estrangeiro; e correlação positiva com as restantes variáveis do estudo inspirando a hipótese de que, a presença de capital estrangeiro pode ser um fator determinante para que as empresas possam atingir melhores resultados nos seus indicadores financeiros.

4.3 Resultados das regressões

O subcapítulo 4.3.1 está construído com os resultados do modelo *pooled* (OLS), primeiro modelo a ser testado para efeitos da investigação. No subcapítulo seguinte, considerando que o modelo GMM é inviabilizado quando pretendemos incorporar, numa regressão uma variável explicativa constante ao longo do tempo (como é o caso da variável explicativa capital estrangeiro), o efeito da participação estrangeira no desempenho financeiro das empresas portuguesas será inicialmente analisado com base num modelo de regressão com variáveis instrumentais. Posteriormente, para uma profunda análise à amostra será realizado o modelo GMM para duas subamostras dos dados: empresas com e sem participação estrangeira no capital social da empresa.

4.3.1 Modelo *Pooled* (OLS)

A tabela 10 apresenta os resultados das regressões do modelo OLS para todas as variáveis dependentes do estudo.

	ROA	ROE	ROS
	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente
lnATIV	0,00217*** (0,00043)	-0,00080 (0,00119)	0,00592*** (0,00061)
ENDIV	-0,09742*** (0,00235)	-0,01651* (0,00644)	-0,1314*** (0,00332)
TANG	-0,03798*** (0,00269)	-0,09148*** (0,00739)	-0,04876*** (0,00381)
ATIV_INT	0,01345*** (0,00152)	0,02949*** (0,00418)	0,01304*** (0,00215)
CAP_EST	0,00237* (0,00139)	0,00793* (0,00383)	-0,00360* (0,00197)
CAE	0,00000* (0,00000)	0,00000 (0,00000)	0,00000 (0,00000)
<i>Adj. R-Squared</i>	0,1850	0,0230	0,1749
ROA: Rentabilidade do Ativo; ROE: Rentabilidade do Capital Próprio; ROS: Rentabilidade líquida das Vendas; lnATIV: Logaritmo do ativo; ENDIV: Nível de endividamento; TANG: Tangibilidade; ATIV_INT: Nível de atividade internacional; CAP_EST: Capital estrangeiro (<i>dummy</i>); CAE: Classificação portuguesa das atividades económicas.			
* Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 10% (<i>p-value</i>) ** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 5% (<i>p-value</i>) *** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 1% (<i>p-value</i>) Valores entre parênteses dizem respeito ao desvio-padrão			

Tabela 10- Modelo Pooled (OLS)

O ponto mais relevante neste modelo é a variável *dummy* “Cap_Est”. A presença de capital estrangeiro no capital social das empresas estudadas representa um aumento na rentabilidade no que toca à variável ROA e ROE. Analisando as regressões, existe uma relação positiva entre a rentabilidade do ativo e a presença de capital estrangeiro e que, segundo os testes de significância, é uma relação estatisticamente significativa. Os resultados demonstram que sempre que se passa a considerar uma empresa com capital estrangeiro em lugar de empresa só com capital nacional, a rentabilidade do ativo sobe 0,237, p.p *ceteris paribus*. O mesmo acontece na regressão com a variável ROE indicando que a relação entre ambas é positiva a um nível de significância de 10%. Nesta regressão, sempre que se passa a considerar uma empresa com capital estrangeiro em lugar de empresa só com capital nacional, a

rentabilidade do capital próprio sobe 0,793 p.p, *ceteris paribus*. Nesta observação, é importante salientar que estes resultados mostram evidências favoráveis à hipótese de partida de que, a participação estrangeira tem um impacto positivo no desempenho das empresas. Verifica-se, também, uma relação negativa entre o ROS e o capital estrangeiro, prevalecendo a ideia de que aumentando a participação estrangeira nas empresas diminui a rentabilidade das vendas. Este resultado poderá explicar-se, quer pela efetiva deterioração do resultado líquido após a entrada de capital estrangeiro, quer pelo facto de que, as vendas poderão subir numa maior proporção face ao resultado líquido, isto é, a entrada de capital estrangeiro determina um aumento do resultado líquido, porém o crescimento das vendas é percentualmente superior, levando à diminuição do rácio da rentabilidade líquida das vendas.

Analisando os resultados gerais da regressão com o modelo OLS, pode assumir-se que, em média, quando aumenta o endividamento geral das empresas e a tangibilidade observa-se uma diminuição da rentabilidade das empresas ao nível do ativo, do capital próprio e das vendas. Por outro lado, o nível de atividade internacional sugere que, quando existe um aumento das exportações face ao volume de negócio das empresas, este facto aumenta, de forma geral, a rentabilidade em todos os indicadores financeiros revistos. Estas variáveis de estudo são estatisticamente significativas no modelo OLS. Sempre que aumenta o tamanho da empresa, medido pelo ativo correspondente, observa-se uma correlação positiva e significativa com o ROA e ROS.

4.3.2 Modelo de Regressão com Variáveis Instrumentais (IV REG)

Na seguinte tabela são apresentados os resultados das regressões do Modelo com Variáveis Instrumentais (IV REG). O modelo foi testado para todas as variáveis dependentes e na formulação do modelo IV REG foram utilizadas, como variáveis instrumentais, as variáveis independentes desfasadas de um período.

	ROA	ROE	ROS
	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente
lnATIV (-1)	0,00202*** (0,00043)	-0,00091 (0,00118)	0,00544*** (0,00060)
ENDIV (-1)	-0,09764*** (0,00235)	-0,01667** (0,00643)	-0,1321*** (0,00332)
TANG (-1)	-0,03844*** (0,00268)	-0,09183*** (0,00736)	-0,0503*** (0,00380)
ATIV_INT (-1)	0,01392*** (0,00152)	0,02984*** (0,00414)	0,0146*** (0,00214)
CAP_EST (-1)	0,00267* (0,00151)	0,00815* (0,00381)	-0,00261 (0,00197)
Wald test	491,2	52,06	451,5
(p-value)	(2,2e-16)	(2,2e-16)	(2,2e-16)
Multiple R-squared	0,1849	0,02349	0,1726
Adj. R-squared	0,1846	0,02303	0,1722
ROA: Rentabilidade do Ativo; ROE: Rentabilidade do Capital Próprio; ROS: Rentabilidade líquida das Vendas; lnATIV(-1): logaritmo do ativo desfasado 1 período; ENDIV(-1): Nível de endividamento desfasado 1 período; TANG(-1): Tangibilidade desfasada 1 período; ATIV_INT(-1): Nível de atividade internacional desfasado 1 período; CAP_EST(-1): Capital estrangeiro (<i>dummy</i>) desfasado 1 período; CAE(-1): Classificação portuguesa das atividades económicas desfasada 1 período.			
* Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 10% (<i>p-value</i>)			
** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 5% (<i>p-value</i>)			
*** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 1% (<i>p-value</i>)			
Valores entre parênteses dizem respeito ao desvio-padrão			

Tabela 11- Resultado das regressões pelo modelo IV Reg

Como podemos observar na tabela 11, a participação estrangeira é uma variável explicativa relevante. Os sinais dos coeficientes da variável capital estrangeiro são positivos e estatisticamente significativos nas duas primeiras regressões, gerando evidências de que, a presença de participação estrangeira no capital social das empresas tem impacto positivo na rentabilidade das empresas da amostra, medida pelas variáveis ROA e ROE. Em conformidade, observaram-se semelhanças nos resultados deste modelo face ao anterior, evidenciando que os coeficientes das regressões são bastante próximos dos obtidos nas regressões do modelo de efeitos fixos.

Em relação à rentabilidade do ativo e à rentabilidade líquida das vendas, as variáveis explicativas endividamento geral e tangibilidade apresentam uma correlação negativa com as variáveis dependentes. Por outro lado, o nível de atividade internacional da empresa e a dimensão da empresa correlacionam-se positivamente com as referidas variáveis dependentes. Estas correlações, tanto positivas como negativas, também podem ser observadas no modelo OLS.

Quanto à rentabilidade do capital próprio, as evidências entre o modelo IV REG e OLS para as variáveis explicativas também se verifica. Em ambos, o nível de atividade internacional é a única variável correlacionada positivamente com a rentabilidade do capital próprio, ao contrário da tangibilidade e do endividamento geral que se apresentam correlacionados negativamente.

Numa análise a estas observações, pode afirmar-se que as variáveis endividamento, tangibilidade e nível de atividade internacional apresentam uma importância explicativa das três variáveis dependentes, mantendo uma grande coerência nos sinais dos coeficientes estimados. O aumento do endividamento e da tangibilidade estão associados a uma menor rentabilidade, enquanto que o nível de atividade internacional associa-se a um aumento da rentabilidade empresarial da amostra.

Na análise da qualidade das variáveis instrumentais, a hipótese nula é que o instrumento é fraco. Na execução dos modelos realizados acima, a hipótese nula é rejeitada, uma vez que todas as variáveis têm *p-value* menor que o nível de significância de 1%, pelo que se pode avançar com a suposição de que o instrumento é suficientemente forte. Neste modelo não foi aplicado o teste de Wu-Hausman e Sargan, uma vez que, o teste mais adequado à qualidade deste modelo é o teste de Wald.

Entretanto e como na recolha dos dados, a variável representativa de capital estrangeiro foi baseada e obtida apenas para o último ano da análise criaram-se variáveis de interação, resultantes da multiplicação entre a variável independente capital estrangeiro e outras variáveis independentes abordadas no estudo. A tabela seguinte apresenta as variáveis de interação formuladas.

<i>Variável original</i>	Fórmula	Variável de interação
<i>lnATIV</i>	CAP_EST x lnATIV	VI_lnATIV
<i>ENDIV</i>	CAP_EST x ENDIV	VI_ENDIV
<i>TANG</i>	CAP_EST x TANG	VI_TANG
<i>ATIV_INT</i>	CAP_EST x ATIV_INT	VI_ATIV_INT

Tabela 12- Variáveis de interação

A criação destas variáveis de interação surge com o objetivo de medir o grau de impacto de cada variável da amostra que em 2017 tinham capital estrangeiro no seu capital social. Exemplificando, a VI_ENDIV mede o nível de endividamento das empresas da amostra que em 2017 tinham capital estrangeiro no capital social. Nos resultados obtidos das regressões incorporando estas variáveis, se existirem diferenças estatisticamente significativas entre os coeficientes das variáveis ENDIV e VI_ENDIV isso significa que a presença de capital estrangeiro evidencia algum impacto na forma como o endividamento influencia a rentabilidade e, por essa via indireta, pode testar-se a influência de capital estrangeiro sobre a rentabilidade das empresas.

De seguida, apresentam-se as regressões do modelo IV REG com a integração das variáveis de interação.

	ROA	ROE	ROS
	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente
<i>lnATIV (-1)</i>	0,00169*** (0,00048)	-0,00192 (0,00132)	0,00573*** (0,00068)
<i>ENDIV (-1)</i>	-0,09752*** (0,00257)	-0,01253* (0,00706)	-0,1327*** (0,00364)
<i>TANG (-1)</i>	-0,03425*** (0,00302)	-0,08122*** (0,00829)	-0,04678*** (0,00428)
<i>ATIV_INT (-1)</i>	0,01623*** (0,00172)	0,03187*** (0,00471)	0,01629*** (0,00243)
<i>CAP_EST (-1)</i>	-0,00472 (0,01161)	-0,00625 (0,03188)	-0,00156 (0,01645)
<i>CAE (-1)</i>	0,00000* (0,00000)	0,00000 (0,00000)	0,00000*** (0,00000)
<i>VI_lnATIV (-1)</i>	0,00174 (0,001110)	0,00451 (0,00305)	0,00032 (0,00157)
<i>VI_ENDIV (-1)</i>	0,00020 (0,00626)	-0,02271 (0,01719)	0,00662 (0,00887)
<i>VI_TANG (-1)</i>	-0,01324* (0,00681)	-0,04659* (0,01869)	-0,00362 (0,00964)
<i>VI_ATIV_INT (-1)</i>	-0,01087** (0,00379)	-0,00240 (0,01040)	-0,01546** (0,00537)
<i>Wald test</i>	248,1	27,4	231,1
<i>(p-value)</i>	(2,2e-16)	(2,2e-16)	(2,2e-16)
<i>Multiple R-squared</i>	0,1866	0,0247	0,176
<i>Adj. R-squared</i>	0,1858	0,0238	0,1752
VI_lnATIV(-1): Variável de interação do Logaritmo do ativo desfasado 1 período; VI_ENDIV(-1): Variável de interação do Nível de endividamento desfasado 1 período ; VI_TANG(-1): Variável de interação da Tangibilidade desfasada 1 período; VI_ATIV_INT(-1): Variável de interação do Nível de atividade internacional desfasado 1 período. Restantes variáveis identificadas na legenda da Tabela 11			
* Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 10% (<i>p-value</i>)			
** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 5% (<i>p-value</i>)			
*** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 1% (<i>p-value</i>)			
Valores entre parênteses dizem respeito ao desvio-padrão			

Tabela 13- Regressão do modelo IV REG com variáveis de interação

Quanto ao segundo modelo IV que incorpora variáveis de interação pode retirar-se que, na globalidade das empresas da amostra, não se observam alterações significativas entre os coeficientes de regressão do modelo com e sem variáveis de interação. Por um lado, a variável capital estrangeiro perde a significância estatística que tinha antes, mas destaca-se sobretudo o facto de haver mudanças na componente do nível de internacionalização. Com efeito, no que se refere a variáveis de interação com alterações de sinal observa-se que, sempre que sobe o nível de internacionalização, em média e na globalidade da amostra, aumenta a rentabilidade, porém quando se estuda o impacto dessa variável apenas em empresas que contam com capital estrangeiro esta interpretação é inversa pois o aumento do nível de internacionalização em empresas com capital estrangeiro determina uma redução de rentabilidade, apenas não sendo estatisticamente significativa para o ROE. Isto pode acontecer quer pela diminuição do resultado líquido, resultante de alterações empresariais após a entrada de capital estrangeiro ou, pelo facto de poder existir uma valorização do ativo e das vendas das empresas numa maior proporção face ao resultado líquido.

4.3.3 Regressões pelo Método Generalizado dos Momentos (GMM)

Neste subcapítulo produziu-se e apresentam-se os resultados do modelo GMM de Blundell e Bond (1998). O modelo GMM é usado para corrigir potenciais problemas de endogeneidade que possam surgir da amostra. O uso deste modelo também ocorre por ser capaz de incluir, no contexto de variáveis explicativas, variáveis dependentes desfasadas de um período como regressor do modelo. Contudo, como explicado anteriormente, a variável explicativa CAP_EST apresenta-se apenas para o último ano da análise e, deste modo, inviabiliza-se a análise pelo modelo GMM do efeito gerado pela presença de capital estrangeiro. Face a essa impossibilidade de testar (via GMM) diretamente o impacto da presença de capital estrangeiro sobre a rentabilidade, optou-se por uma forma indireta de teste pelo que se criaram duas subamostras de empresas, respetivamente sem participação de capital estrangeiro e com essa participação. Na tabela 14 estão as três regressões, das três variáveis dependentes, para a subamostra de empresas que têm capital puramente nacional; na tabela 15 estão os resultados das regressões, das diferentes variáveis dependentes da amostra, de empresas que incorporam participação estrangeira no capital social das empresas.

	ROA	ROE	ROS
	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente
ROA (-1)	0,59121*** (0,03089)	-	-
ROE (-1)	-	0,37061*** (0,03075)	-
ROS (-1)	-	-	0,46894*** (0,03631)
lnATIV	0,00383*** (0,00040)	0,00526*** (0,00069)	0,00656*** (0,00065)
ENDIV	-0,03437*** (0,00465)	0,01016 (0,00825)	-0,07043*** (0,00777)
TANG	-0,01076** (0,00397)	-0,04215*** (0,01053)	-0,02171** (0,00730)
ATIV_INT	0,00545* (0,00214)	0,02050*** (0,00582)	0,00715* (0,00302)
<i>Sargan test</i> (<i>p-value</i>)	108,73 (4,23e-13)	39,07 (0,020)	95,37 (8,78e-11)
<i>Wald test</i> (<i>p-value</i>)	3097,40 (2,2e-16)	1685,00 (2,2e-16)	1904,37 (2,2e-16)
<i>AR test (1)</i> (<i>p-value</i>)	-8,44 (2,2e-16)	-8,49 (2,2e-16)	-8,29 (2,2e-16)
<i>AR test (2)</i> (<i>p-value</i>)	2,99 (0,0027)	1,77 (0,0760)	3,20 (0,0013)
ROA (-1): Rentabilidade do ativo desfasado 1 período; ROE (-1): Rentabilidade do capital próprio desfasado 1 período; ROS (-1): Rentabilidade das vendas desfasada 1 período; lnATIV: Logaritmo do ativo; ENDIV: Nível de endividamento; TANG: Tangibilidade; ATIV_INT: Nível de atividade internacional.			
* Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 10% (<i>p-value</i>) ** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 5% (<i>p-value</i>) *** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 1% (<i>p-value</i>) Valores entre parênteses dizem respeito ao desvio-padrão			
No teste Sargan pretende-se um <i>p-value</i> superior a 1%, justificando que a escolha dos instrumentos foi a melhor. No teste de Wald um <i>p-value</i> pequeno significa que os coeficientes do modelo são significativos. No teste de autocorrelação de ordem 2 pretende-se <i>p-value</i> superior a 1%, significando que não se rejeita a hipótese nula da independência dos resíduos, validando este pressuposto.			

Tabela 14- Resultados das regressões pelo modelo GMM para empresas apenas com capital nacional

	ROA	ROE	ROS
	Coeficiente	Coeficiente	Coeficiente
ROA (-1)	0,48107*** (0,06910)	-	-
ROE (-1)	-	0,42038*** (0,05759)	-
ROS (-1)	-	-	0,29444*** (0,08103)
lnATIV	0,00541*** (0,00091)	0,00740*** (0,00158)	0,00747*** (0,00112)
ENDIV	-0,04364*** (0,01214)	0,01068 (0,02462)	-0,07343*** (0,01534)
TANG	-0,02740** (0,00933)	-0,10028*** (0,02518)	-0,03373* (0,01675)
ATIV_INT	0,00160 (0,00444)	0,01632 (0,01127)	0,00296 (0,00635)
<i>Sargan test</i> (<i>p-value</i>)	40,81 (0,0125)	38,96 (0,0201)	34,43 (0,05921)
<i>Wald test</i> (<i>p-value</i>)	659,37 (2,2e-16)	472,27 (2,2e-16)	368,50 (2,2e-16)
<i>AR test (1)</i> (<i>p-value</i>)	-5,11 (3,3e-07)	-4,42 (9,7e-06)	-2,54 (0,0112)
<i>AR test (2)</i> (<i>p-value</i>)	0,35 (0,7272)	0,26 (0,7959)	0,95 (0,3403)
ROA (-1): Rentabilidade do ativo desfasado 1 período; ROE (-1): Rentabilidade do capital próprio desfasado 1 período; ROS (-1): Rentabilidade das vendas desfasada 1 período; lnATIV: Logaritmo do ativo; ENDIV: Nível de endividamento; TANG: Tangibilidade; ATIV_INT: Nível de atividade internacional.			
* Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 10% (<i>p-value</i>)			
** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 5% (<i>p-value</i>)			
*** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 1% (<i>p-value</i>)			
Valores entre parênteses dizem respeito ao desvio-padrão			
No teste Sargan pretende-se um <i>p-value</i> superior a 1%, justificando que a escolha dos instrumentos foi a melhor. No teste de Wald um <i>p-value</i> pequeno significa que os coeficientes do modelo são significativos. No teste de autocorrelação de ordem 2 pretende-se <i>p-value</i> superior a 1%, significando que não se rejeita a hipótese nula da independência dos resíduos, validando este pressuposto.			

Tabela 15- Resultados das regressões pelo modelo GMM para empresas com capital estrangeiro

Para que se possam retirar conclusões sustentáveis das regressões suprarreferidas é fundamental que cada uma delas seja validada por cada um dos 4 testes de qualidade usados neste tipo de modelo. Neste caso todos as regressões apresentadas na tabela 15 são válidas, mas no caso da tabela 14 apenas os resultados do modelo ROE são válidos¹⁵.

Assim, considerando a regressão com a variável explicada ROE, observa-se que nas duas regressões a cada uma das subamostras existem resultados comuns:

- i) Aumentando a dimensão das empresas, *ceteris paribus*, aumenta a rentabilidade das mesmas;
- ii) Aumentando a tangibilidade das empresas, *ceteris paribus*, diminui a rentabilidade das mesmas;

Quando empresas com capital somente nacional aumentam o nível de internacionalização observa-se, também, um aumento da rentabilidade. Tal efeito, em empresas com participações estrangeiras, não é estatisticamente comprovado.

Tendo em vista testar se existem diferenças estatisticamente significativas entre os coeficientes das duas regressões efetuaram-se testes Z, à existência de uma significativa diferença entre coeficientes dos dois grupos da amostra. Para esse efeito adotou-se como hipótese nula a testar que: *Não há diferenças significativas entre os coeficientes de regressão feitas com as duas subamostras.*

¹⁵ O teste de Sargan será validado se obtivermos um *p-value* elevado neste teste, justificando que a escolha dos instrumentos foi a melhor. No teste de Wald ter um *p-value* pequeno significa que se rejeita a hipótese nula de que os coeficientes do modelo seriam todos nulos, isto é, os coeficientes do modelo são significativos. No teste de autocorrelação de ordem 2 pretende-se *p-value* grande, significando que não se rejeita a hipótese nula da independência dos resíduos, validando este pressuposto.

Teste Z						
	ROA		ROE		ROS	
	Valor Z	<i>P-value</i>	Valor Z	<i>P-value</i>	Valor Z	<i>P-value</i>
ROA (-1)	2,33793	0,01939	-	-	-	-
ROE (-1)	-	-	-1,15265	0,24905	-	-
ROS (-1)	-	-	-	-	3,05759	0,00223
lnATIV	-2,32025	0,02033	-1,54860	0,12148	-0,93752	0,34849
ENDIV	1,01603	0,30961	-0,02593	0,97932	0,22065	0,82537
TANG	1,96331	0,04961	2,51845	0,01179	0,79530	0,42644
ATIV_INT	0,91923	0,35797	0,37885	0,70480	0,69650	0,48611

Tabela 16- Resultados do teste Z às diferenças entre coeficientes do modelo GMM

Nos resultados do teste Z, a hipótese nula indica que a diferença nos coeficientes das variáveis independentes é igual a 0. Com o *p-value* menor que o nível de significância de 5%, para as variáveis lnATIV, ENDIV e ATIV_INT, rejeita-se a hipótese nula e verifica-se que, os coeficientes de regressão das variáveis referidas para empresas com capital puramente nacional e empresas com participações estrangeiras são diferentes; ou seja, o efeito de cada uma dessas variáveis independentes sobre o ROE é diferente consoante se estudam empresas puramente domésticas ou empresas que já apresentam participação de capital estrangeiro. Este facto pode considerar-se como uma evidência favorável à hipótese de partida do nosso estudo, pelo menos no que respeita à influência que a dimensão, endividamento e nível de internacionalização exercem sobre a rentabilidade.

Por outro lado, pode ser considerada válida a premissa de que não existem diferenças entre o coeficiente da tangibilidade em empresas que possuem capital estrangeiro e empresas que possuem somente capital nacional.

A nível mundial, nos últimos 30 anos, o IDE tem crescido a níveis bastantes significativos. Na última década o mesmo sucedeu com o IDE em Portugal, apesar dos altos e baixos que tem sofrido ao longo dos anos. Portugal é destino preferencial para muitas empresas multinacionais, graças à sua privilegiada condição geográfica, como plataforma de lançamento para a Europa e para o continente americano e africano. Desta forma, deve cada vez mais aprender a tirar partido dessa localização através de políticas e incentivos ao investimento direto estrangeiro, promovendo as vantagens de investir em Portugal.

No presente trabalho procurou-se explorar o impacto do IDE na rentabilidade de empresas portuguesas do setor da indústria transformadora. O estudo foi realizado através de modelos de regressões com dados em painel estático e dinâmico entre 2011 a 2017.

Do estudo empírico realizado retiraram-se algumas conclusões. No âmbito dos resultados obtidos com regressões com painel de dados de efeitos fixos, sempre que se regista a presença de capital estrangeiro observa-se uma melhoria na rentabilidade do ativo e na rentabilidade do capital próprio. Estes resultados sugerem evidências favoráveis à hipótese de partida de que, a participação estrangeira tem um impacto positivo no desempenho financeiro das empresas. Por outro lado, a rentabilidade das vendas parece diminuir com o aumento do investimento estrangeiro, sugerindo que as vendas poderão crescer numa maior proporção face ao resultado líquido.

No modelo de variáveis instrumentais, os resultados observados foram idênticos: registo de um impacto positivo e estatisticamente significativo na rentabilidade do ativo e na rentabilidade do capital próprio quando se regista a presença de investimento estrangeiro, e uma diminuição da rentabilidade das vendas nas mesmas condições. De todas as variáveis explicativas da investigação, as que melhor explicam as variáveis dependentes são o endividamento, a tangibilidade e o nível de atividade internacional.

Em matéria de dados em painel dinâmico, usando o modelo GMM, apenas podemos tirar conclusões da regressão com a rentabilidade do capital próprio como variável dependente, uma vez que, foi a única regressão que se validou através dos testes de qualidade do modelo nas duas subamostras estudadas. Os resultados significativos e comuns foram que, a rentabilidade das empresas aumenta para as duas subamostras quando aumenta a sua dimensão, a rentabilidade das empresas diminui quando se aumenta a tangibilidade das

mesmas. Contudo o aspeto mais importante desta parte da análise foi a constatação de que os coeficientes de regressão das principais variáveis explicativas não são idênticos nas 2 subamostras (com ou sem capital estrangeiro no capital social das empresas) denotando que a presença de capital estrangeiro gere efeitos de magnitude diferente sobre a rentabilidade. Acrescente-se que, na comparação de resultados das duas subamostras, os efeitos são geralmente mais fortes (em valor absoluto) na subamostra de empresas com capital estrangeiro no capital social, ou seja o efeito de cada variável explicativa sobre a rentabilidade tem maior magnitude quando existe capital estrangeiro nas empresas.

Embora os resultados globais do estudo corroborem as principais conclusões de estudos similares, há que reconhecer que a presente investigação apresenta algumas limitações. Por um lado, ao nível das variáveis usadas, haveria outras variáveis a ter em conta, mas que não estavam disponíveis como aspetos ligados ao *corporate governance*, às características de literacia financeira dos gestores de cada empresa que reconhecidamente influenciam a rentabilidade corporativa. Destaca-se ainda a impossibilidade de conhecer a nacionalidade do capital estrangeiro envolvido o que impediu a possibilidade de testar se os efeitos gerados dependem do diferencial de desenvolvimento entre o país do investimento e Portugal. Estas impossibilidades de recolha de dados importantes materializaram-se, sobretudo, face à inacessibilidade sobre dados relativos à percentagem de capital estrangeiro de cada empresa, em cada ano, impedindo a realização do teste à hipótese de partida sobre a existência de uma relação não-linear entre a participação de capital estrangeiro e da rentabilidade da empresa. Também a restrição da variável *dummy* usada ser apenas observada para o último ano da análise limitou a investigação, impedindo a possibilidade de estudar os efeitos da duração da participação estrangeira sobre a rentabilidade das empresas da amostra.

Como possível investigação futura, revela-se importante tentar entender se a relação entre a participação estrangeira e o desempenho das empresas recetoras de IDE é não-linear. Isto é, poucos são os estudos que analisam a ligação entre desempenho e propriedade estrangeira que não se limitam a atribuir às amostras de empresas o grau de nacional ou estrangeira, mas que subdividem por grupos de percentagens de participação estrangeira. Esta questão pode ser investigada usando a percentagem de propriedade estrangeira e acrescentando termos de ordem mais elevada para procurar pontos de viragem na relação. Apesar de existirem muito poucos estudos similares a esta proposta, alguns revelam que o efeito da propriedade estrangeira sobre a performance económico-financeira é positivo, mas em forma de “U” invertida.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aitken, B. J., & Harrison, A. E. (1999). Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? Evidence from Venezuela. *American Economic Review*, 89(3), 605–618. <https://doi.org/10.1257/aer.89.3.605>
- Akimova, I., & Schwödiauer, G. (2004). Ownership structure, corporate governance, and enterprise performance: Empirical results for Ukraine. *International Advances in Economic Research*, 10(1), 28–42.
- Albino, F. C., Tavares, F. O., & Pacheco, L. M. (2016). *Investimento direto estrangeiro em Angola*. <http://repositorio.uportu.pt:8080/handle/11328/1482>
- Alfaro, L., & Chen, M. X. (2012). Surviving the global financial crisis: Foreign ownership and establishment performance. *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(3), 30–55.
- Amal, M., & Seabra, F. (2007). Determinantes do investimento direto externo (IDE) na América Latina: Uma perspectiva institucional. *Revista economia*, 8(2), 231–247.
- Andersson, U., Forsgren, M., & Pedersen, T. (2001). Subsidiary performance in multinational corporations: The importance of technology embeddedness. *International Business Review*, 10(1), 3–23.
- Arnold, J. M., & Javorcik, B. S. (2009). Gifted kids or pushy parents? Foreign direct investment and plant productivity in Indonesia. *Journal of International Economics*, 79(1), 42–53.
- Aydin, N., Sayim, M., & Yalama, A. (2007). Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 11, 103–111.
- Azevedo, S. C. L. (2016). *Investimento Direto Estrangeiro em Portugal: Um Estudo Bibliométrico*.

- Azzam, I., Fouad, J., & Ghosh, D. K. (2013). Foreign ownership and financial performance: Evidence from Egypt. *International Journal of Business*, 18(3), 232.
- Barbosa, N., & 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(1), 73–102.
- Benfratello, L., & Sembenelli, A. (2006). Foreign ownership and productivity: Is the direction of causality so obvious? *International Journal of Industrial Organization*, 24(4), 733–751.
- Bentivogli, C., & Mirenda, L. (2017). Foreign Ownership and Performance: Evidence from Italian Firms. *International Journal of the Economics of Business*, 24(3), 251–273. <https://doi.org/10.1080/13571516.2017.1343542>
- Ber, F., Tavares, F. O., & Pacheco, L. (2015). Investimento direto estrangeiro na Guiné-Bissau. *Portuguese Journal of Finance, Management and Accounting*, 1(2).
- Bilyk, O. (2009). Foreign ownership and firm performance: A closer look at offshore-owned companies in Ukraine. *Kyiv School of Economics*.
- Blomström, M., & Sjöholm, F. (1999). Technology transfer and spillovers: Does local participation with multinationals matter? *European economic review*, 43(4–6), 915–923.
- Borin, A., & Mancini, M. (2016). Foreign direct investment and firm performance: An empirical analysis of Italian firms. *Review of World Economics*, 152(4), 705–732. <https://doi.org/10.1007/s10290-016-0255-z>
- Braconier, H., & Ekholm, K. (2000). Swedish multinationals and competition from high-and low-wage locations. *Review of International Economics*, 8(3), 448–461.
- Brito, C. M. (1993). *Estratégias de internacionalização e cooperação empresarial*. Faculdade de Economia, Universidade do Porto.

- Brouthers, L. E. (1998). Explaining MNC profitability: Country-specific, industry-specific and country-industry interactive influences. *MIR: Management International Review*, 345–361.
- Brown, P. R., Soybel, V. E., & Stickney, C. P. (1994). Comparing US and Japanese corporate-level operating performance using financial statement data. *Strategic Management Journal*, 15(1), 75–83.
- Buckley, P. J. (2009). Internalisation thinking: From the multinational enterprise to the global factory. *International Business Review*, 18(3), 224–235.
- Buckley, P. J., & Casson, M. (1985). *The economic theory of the multinational enterprise*. Springer.
- Cantwell, J., & Narula, R. (2001). The eclectic paradigm in the global economy. *International Journal of the Economics of Business*, 8(2), 155–172.
- Castro, R. M. (2011). *Motivações para a realização de Investimento Directo Estrangeiro em Portugal: Projectos de raiz versus aquisições*.
- Caves, R. E. (1996). *Multinational enterprise and economic analysis*. Cambridge university press.
- Chhibber, P. K., & Majumdar, S. K. (1999). Foreign ownership and profitability: Property rights, control, and the performance of firms in Indian industry. *The Journal of Law and Economics*, 42(1), 209–238.
- Christmann, P., Day, D., & Yip, G. S. (1999). The relative influence of country conditions, industry structure, and business strategy on multinational corporation subsidiary performance. *Journal of International Management*, 5(4), 241–265.
- Colaço, D. F. (2013). *Joint-ventures: Uma ferramenta estratégica na internacionalização de PME portuguesas* [PhD Thesis].

- Criscuolo, C., & Martin, R. (2009). Multinationals and US productivity leadership: Evidence from Great Britain. *The Review of Economics and Statistics*, 91(2), 263–281.
- Czinkota, M. R. (1986). International trade and business in the late 1980s: An integrated US perspective. *Journal of International Business Studies*, 17(1), 127–134.
- Dimelis, S., & Louri, H. (2002). Foreign ownership and production efficiency: A quantile regression analysis. *Oxford Economic Papers*, 54(3), 449–469.
- Doms, M. E., & Jensen, J. B. (1998). Comparing wages, skills, and productivity between domestically and foreign-owned manufacturing establishments in the United States. In *Em Geography and ownership as bases for economic accounting* (pp. 235–258). University of Chicago Press.
- Driffield, N., Sun, K., & Temouri, Y. (2018). Investigating the link between foreign ownership and firm performance—an endogenous threshold approach. *Multinational Business Review*.
- Dunning, J. H. (2004). *Institutional reform, FDI and European transition economies*. University of Reading, Department of Economics.
- Dunning, J. H., & Lundan, S. M. (2008). *Multinational enterprises and the global economy*. Edward Elgar Publishing.
- Ferraz, P. A. dos R. (2014). *A corrupção e os determinantes do IDE: As relações de IDE entre Portugal e o resto do mundo*. <https://iconline.ipleiria.pt/handle/10400.8/1402>
- Frenz, M., Girardone, C., & Ietto-Gillies, G. (2005). Multinationality Matters in Innovation: The Case of the UK Financial Services. *Industry & Innovation*, 12(1), 65–92. <https://doi.org/10.1080/1366271042000339067>
- Gaspar, L. F. C. (2013). *A influência do capital humano no investimento directo estrangeiro (IDE) em Portugal*. <https://iconline.ipleiria.pt/handle/10400.8/3133>

- Gelübcke, J. P. W. (2013). The performance of foreign affiliates in German manufacturing: Evidence from a new database. *Review of World Economics*, 149(1), 151–182.
- Ghemawat, P. (2001). Distance still matters. *Harvard business review*, 79(8), 137–147.
- Girma, S., & Görg, H. (2007). Evaluating the foreign ownership wage premium using a difference-in-differences matching approach. *Journal of International Economics*, 72(1), 97–112.
- Globerman, S., & Meredith, L. (1984). The foreign ownership-innovation nexus in Canada. *Columbia journal of world business*, 19(4), 53–62.
- Goethals, J., & Ooghe, H. (1997). The performance of foreign and national take-overs in Belgium. *European Business Review*.
- Graham, E. M. (2000). Strategic management and transnational firm behaviour. *The nature of the transnational firm*, 162–173.
- Greenaway, D., Guariglia, A., & Yu, Z. (2014). The more the better? Foreign ownership and corporate performance in China. *The European Journal of Finance*, 20(7–9), 681–702.
- Guadalupe, M., Kuzmina, O., & Thomas, C. (2012). Innovation and foreign ownership. *American Economic Review*, 102(7), 3594–3627.
- Gunduz, L., & Tatoglu, E. (2003). A comparison of the financial characteristics of group affiliated and independent firms in Turkey. *European Business Review*.
- Habib, M., & Zurawicki, L. (2002). Corruption in the context of international business: Conceptual and methodological issues. *Journal of Transnational Management Development*, 6(3–4), 167–180.
- Halkos, G. E., & Tzeremes, N. G. (2010). The effect of foreign ownership on SMEs performance: An efficiency analysis perspective. *Journal of Productivity Analysis*, 34(2), 167–180.

- Head, K., Mayer, T., & Ries, J. (2002). Revisiting oligopolistic reaction: Are decisions on foreign direct investment strategic complements? *Journal of Economics & Management Strategy*, 11(3), 453–472.
- Helpman, E., Melitz, M. J., & Yeaple, S. R. (2004). Export versus FDI with heterogeneous firms. *American economic review*, 94(1), 300–316.
- Hijzen, A., Inui, T., & Todō, Y. (2007). *The effects of multinational production on domestic performance: Evidence from Japanese firms*. RIETI Tokyo.
- Hintošová, A. B., & Kubíková, Z. (2016). The effect of the degree of foreign ownership on firms' performance. *Review of Economic Perspectives*, 16(1), 29–44.
- Huang, R. D., & 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. H. (1976). *The international operations of national firms, a study of direct foreign investment* [Thesis, Massachusetts Institute of Technology].
<https://dspace.mit.edu/handle/1721.1/27375>
- Johanson, J., & Vahlne, J.-E. (1977). The internationalization process of the firm—A model of knowledge development and increasing foreign market commitments. *Journal of international business studies*, 8(1), 23–32.
- Johanson, J., & Wiedersheim-Paul, F. (1975). The internationalization of the firm—Four swedish cases 1. *Journal of management studies*, 12(3), 305–323.
- Jusoh, M. A. (2015). Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Malaysia. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 6, 49–54.
<https://doi.org/10.17576/AJAG-2015-6-05>

- Kim, W. S., & Lyn, E. O. (1990). FDI Theories and the Performance of Foreign Multinationals Operating in the US. *Journal of International Business Studies*, 21(1), 41–54.
- Kindleberger, C. P. (1969). *American business abroad*. Yale University Press.
- King, A. K. (2003). *The Link between Foreign Direct Investment and Corruption in Transitional Economies*.
- Kirchmaier, T., & Grant, J. (2005). Corporate ownership structure and performance in Europe. *European management review*, 2(3), 231–245.
- Konings, J. (2001). The effects of foreign direct investment on domestic firms: Evidence from firm-level panel data in emerging economies. *Economics of transition*, 9(3), 619–633.
- Lee, Y.-T., Liu, Y.-J., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2006). Taxes and dividend clientele: Evidence from trading and ownership structure. *Journal of Banking & Finance*, 30(1), 229–246.
- Makino, S., Beamish, P. W., & Zhao, N. B. (2004). The characteristics and performance of Japanese FDI in less developed and developed countries. *Journal of world business*, 39(4), 377–392.
- Marques, L. (2000). *Modelos Dinâmicos com Dados em Paineis: Revisão da Literatura*. Universidade do Porto, Faculdade de Economia do Porto.
- Mehmed, E., & Osmani, A. (2004). *The objectives for foreign direct investments in interaction with the forms and types of foreign direct investments*.
- Melitz, M. J. (2003). The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity. *econometrica*, 71(6), 1695–1725.

- Mihai, I. O., & Mihai, C. (2013). The impact of foreign ownership on the performance of Romanian listed manufacturing companies. *The International Journal of Management Science and Information Technology (IJMSIT)*, 10-(Dec), 106–123.
- Morais, L. D. S. (2006). *Empresas comuns, joint ventures: No direito comunitário da concorrência*.
- Muendler, M.-A., & Becker, S. O. (2010). Margins of multinational labor substitution. *American Economic Review*, 100(5), 1999–2030.
- Navaretti, G. B., & Castellani, D. (2004). *Investments abroad and performance at home: Evidence from Italian multinationals*.
- Navaretti, G. B., Castellani, D., & Disdier, A.-C. (2010). How does investing in cheap labour countries affect performance at home? Firm-level evidence from France and Italy. *Oxford Economic Papers*, 62(2), 234–260.
- Navaretti, G., Venables, T., & Barry, F. (2004). *Multinational Firms in the World Economy*.
- OCDE. (2003). *International Investment Perspectives 2003*. OECD Publishing.
- OCDE. (2008). *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*.
- Oliveira, C. M. F. de. (2015). *Gerindo recursos, construindo capacidades, criando valor nos processos de internacionalização das empresas nacionais: Aplicação ao setor exportador do calçado*.
- Pérez-González, F. (2004). The impact of acquiring control on productivity. *AFA 2005 Philadelphia Meetings*.
- Piscitello, L., & 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.
- Primorac, D., & Smoljić, M. (2011). Impact of corruption on foreign direct investment. *Megatrend Review*, 8(2).

- Rugman, A. M., & Verbeke, A. (1992). A note on the transnational solution and the transaction cost theory of multinational strategic management. *Journal of international business studies*, 23(4), 761–771.
- Sarkar, J., & Sarkar, S. (2000). Large shareholder activism in corporate governance in developing countries: Evidence from India. *International Review of Finance*, 1(3), 161–194.
- Sousa, M. I. P. de. (2017). *Determinantes da rentabilidade das ações: Um estudo de empresas cotadas na Euronext Lisbon* [PhD Thesis].
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689–705.
- Tsai, P.-L. (1994). Determinants of foreign direct investment and its impact on economic growth. *Journal of economic development*, 19(1), 137–163.
- UNCTAD. (1998). *World Investment Report 1998*.
<https://unctad.org/en/pages/PublicationArchive.aspx?publicationid=650>
- UNCTAD. (1999). *Comprehensive study of the interrelationship between foreign direct investment (FDI) and foreign portfolio investment (FPI)*.
<http://digitallibrary.un.org/record/1490281>
- UNCTAD. (2012). *World Investment Report 2012*.
https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2012_embargoed_en.pdf
- Weffort, E. F. J., & Meloni, S. (2005). Indicadores para análise de subsidiárias no exterior: One size fits all? *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*.
- Wille, J. R. (1988). Joint-venturing strategies. *The Handbook of Joint Venturing*. Homewood, IL: Dow Jones-Irwin.
- Willmore, L. N. (1986). The comparative performance of foreign and domestic firms in Brazil. *World development*, 14(4), 489–502.

- Yavas, C. V., & Erdogan, S. B. (2017). The effect of foreign ownership on firm performance: Evidence from emerging market. *Australian Academy of Accounting and Finance Review*, 2(4), 363–371.
- Zemplinerová, A., & Hromádková, E. (2012). Determinants of firm's innovation. *Prague Economic Papers*, 21(4), 487–503.
- Zurawicki, L., & Habib, M. (2010). Corruption and foreign direct investment: What have we learned? *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 9(7).

Apêndice I – CAE – REV.3 DA AMOSTRA

DIVISÃO	DESIGNAÇÃO	SECÇÃO
10	Indústrias alimentares	C
11	Indústria das bebidas	C
12	Indústria do tabaco	C
13	Fabricação de têxteis	C
14	Indústria do vestuário	C
15	Indústria do couro e dos produtos de couro	C
16	Indústrias da madeira e da cortiça e suas obras, exceto mobiliário; fabricação de obras de cestaria e de espartaria	C
17	Fabricação de pasta, de papel, cartão e seus artigos	C
18	Impressão e reprodução de suportes gravados	C
19	Fabricação de coque, de produtos petrolíferos refinados e de aglomerados de combustíveis	C
20	Fabricação de produtos químicos e de fibras sintéticas ou artificiais, exceto produtos farmacêuticos	C
21	Fabricação de produtos farmacêuticos de base e de preparações farmacêuticas	C
22	Fabricação de artigos de borracha e de matérias plásticas	C
23	Fabricação de outros produtos minerais não metálicos	C
24	Indústrias metalúrgicas de base	C
25	Fabricação de produtos metálicos, exceto máquinas e equipamentos	C
26	Fabricação de equipamentos informáticos, equipamento para comunicações e produtos eletrónicos e óticos	C
27	Fabricação de equipamento elétrico	C
28	Fabricação de máquinas e de equipamentos, n.e.	C
29	Fabricação de veículos automóveis, reboques, semi-reboques e componentes para veículos automóveis	C
30	Fabricação de outro equipamento de transporte	C
31	Fabricação de mobiliário e de colchões	C
32	Outras indústrias transformadoras	C
33	Reparação, manutenção e instalação de máquinas e equipamentos	C