

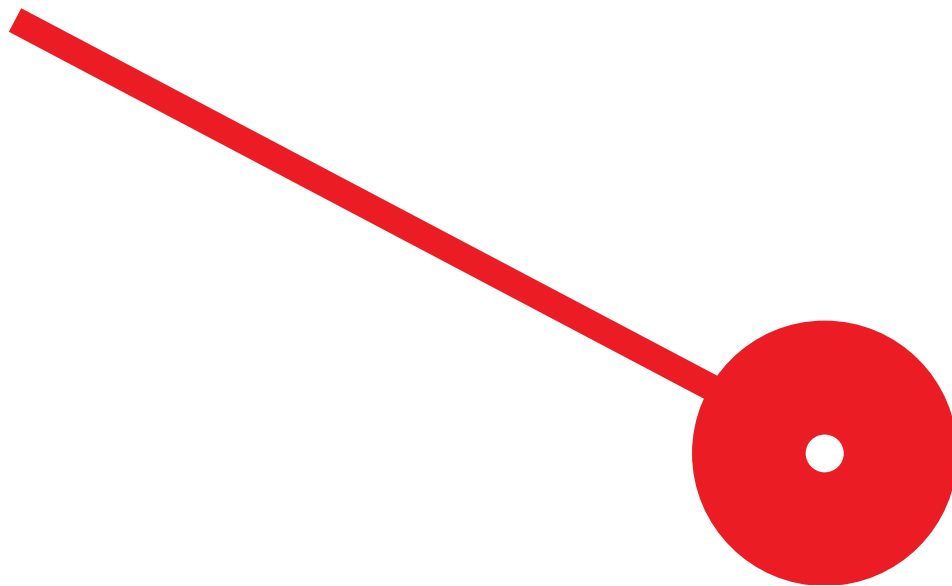


Estrutura de Capital e Internacionalização: o caso das empresas comerciais exportadoras portuguesas

Bruna Oliveira Lebre Pinto

10/2022

Bruna Oliveira Lebre Pinto. Estrutura de Capital e
Internacionalização: o caso das empresas comerciais
exportadoras portuguesas
10/2022



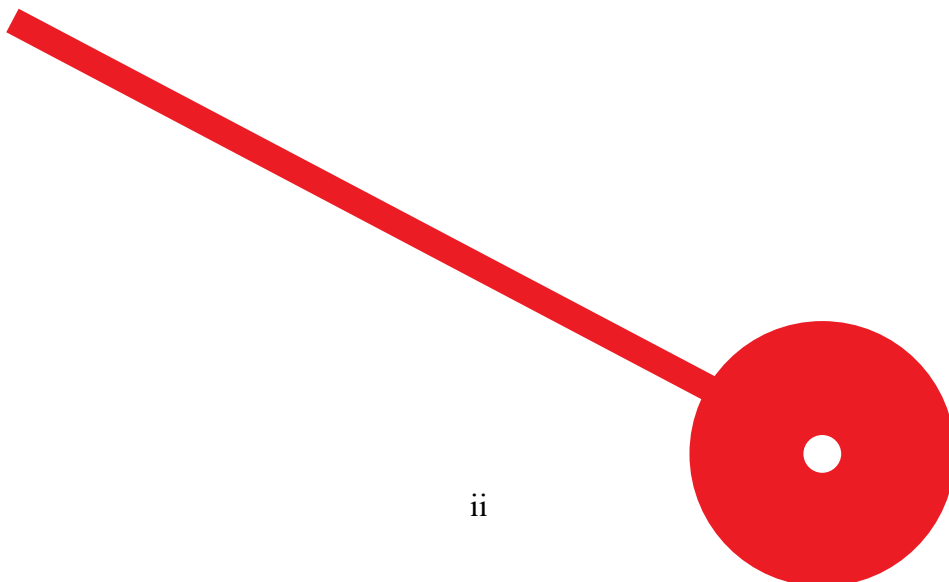


Estrutura de Capital e Internacionalização: o caso das empresas comerciais exportadoras portuguesas

Bruna Oliveira Lebre Pinto

Dissertação de Mestrado apresentado ao Instituto Superior de
Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de
Mestre em Empreendedorismo e Internacionalização, sob orientação
do Prof. Doutor Armando Mendes Jorge Nogueira da Silva

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



Agradecimentos

Esta dissertação é o fruto de vários meses de trabalho, sendo de frisar que a sua conclusão não seria possível sem o contributo e apoio de várias pessoas, às quais tenho de agradecer por me ajudarem a concluir mais uma etapa da minha vida.

Ao Professor Doutor Armando Mendes Jorge Nogueira da Silva, meu orientador, por todo o conhecimento que transmitiu, pelo acompanhamento e disponibilidade para esclarecer dúvidas e apoiar todas as alterações neste trabalho.

Aos meus pais e irmã, por toda a paciência, por sempre terem apoiado as minhas decisões, inclusive aquelas que menos compreendiam, e pelos valores que me inculcaram e me fizeram não desistir deste desafio. Obrigada por todos os sacrifícios que fizeram para que eu pudesse chegar até aqui.

À Ceia, Bia, Jana e Jojo, que passaram de meras colegas de faculdade para companheiras de vida. Obrigada por me apoiarem incondicionalmente, tanto nos momentos de desânimo (que foram muitos) como nos momentos mais felizes. Não seria a mesma sem vocês, cuja amizade nos transforma a todas na nossa melhor versão.

Por último, agradeço ao ISCAP, por ter sido a casa dos últimos anos da minha vida académica e por todos os ensinamentos que levo daqui.

Resumo:

Este estudo tem como principal objetivo analisar a relação existente entre a internacionalização e a estrutura de capital das empresas comerciais exportadoras portuguesas. Mais concretamente, pretende-se testar a validade da hipótese *Upstream-Downstream*, que pressupõe um aumento (diminuição) do rácio de endividamento quando o destino das exportações são mercados considerados mais estáveis (arriscados) comparativamente ao mercado doméstico. Assim, procura-se enriquecer a literatura empírica já existente com as características do mercado comercial português, cujo grau de abertura internacional tem vindo a aumentar.

Nesse contexto, aplicou-se o modelo de regressão de efeitos fixos (MEF) a uma amostra não balanceada de 1.184 empresas pertencentes ao setor comercial, que inclui PME e grandes empresas, durante o período de 2010-2020.

Os resultados obtidos indicam que ao exportar para o mercado comunitário, o rácio de endividamento das empresas comerciais exportadoras portuguesas diminui e paralelamente, ao exportar para os mercados extracomunitários, observa-se um aumento do referido rácio de endividamento. Estas evidências contrariam o esperado na hipótese de Kwok e Reeb (2000). Ainda assim, com a realização de análises de robustez aplicadas a subamostras, observa-se que o efeito *Downstream* é válido para as empresas de menor dimensão.

Palavras chave: Estrutura de Capital; Setor comercial; Upstream-Downstream; Internacionalização; Endividamento; Portugal

Abstract:

The main purpose of this study is to analyze the relationship between internationalization and the capital structure of Portuguese commercial exporting firms. More specifically, the aim is to test the validity of the Upstream-Downstream hypothesis, which assumes an increase (decrease) in the leverage ratio when the destination of exports is markets considered more stable (risky) than the domestic market. Thus, this paper seeks to enrich the existing empirical literature with the characteristics of the Portuguese commercial market, whose degree of international openness has been increasing.

In this context, the Fixed Effects Regression (FEM) model was applied to an unbalanced sample of 1,184 firms belonging to the trade sector, which includes SMEs and large firms, during the period 2010-2020.

The results indicate that when exporting to the EU market, the leverage ratio of Portuguese trading firms decreases; in parallel, when exporting to non-EU markets, the leverage ratio increases. This evidence contradicts the hypothesis of Kwok and Reeb (2000). Still, with robustness analysis applied to subsamples, we observe that the downstream effect holds for smaller firms.

Key words: Capital Structure; Leverage; Internationalization; Upstream-Downstream

Índice geral

Capítulo I - Introdução.....	1
Capítulo II – Revisão da Literatura	4
2. REVISÃO DA LITERATURA.....	5
2.1. Enquadramento teórico	5
2.2. Trabalhos empíricos sobre os determinantes da estrutura de capital	10
2.3. Trabalhos empíricos sobre a estrutura de capital de empresas internacionalizadas	13
Capítulo III – Hipóteses de Investigação e Metodologia	35
3. HIPÓTESES DE INVESTIGAÇÃO E METODOLOGIA	36
3.1. Contexto português	36
3.2. Hipóteses de investigação	38
3.3. Seleção de amostra e dados.....	39
3.4. Variáveis.....	40
3.4.1. Variáveis dependentes/explicadas	40
3.4.2. Variáveis independentes/explicativas	40
3.5. Metodologia econométrica.....	43
Capítulo IV – Apresentação e Discussão dos Resultados	45
4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	46
4.1. Estatísticas descritivas.....	46
4.2. Análise das correlações	47
4.3. Resultados da análise de regressão.....	49
4.3.1 Amostra global	49
4.3.2. Análise de robustez.....	52
Capítulo V – Conclusões	58
Referências bibliográficas	61

Índice de Figuras

Figura 1: Gráfico das exportações de bens: total e por principais parceiros comerciais.....	37
---	----

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Sistematização dos trabalhos empíricos sobre a estrutura de capital de empresas internacionalizadas	28
Tabela 2 - Sistematização dos trabalhos empíricos que testam a validade da Hipótese <i>Upstream-Downstream</i>	31
Tabela 3 - Principais países de destino das exportações portuguesas.....	37
Tabela 4 - Variáveis Dependentes	40
Tabela 5 - Variáveis Independentes	43
Tabela 6 - Estatísticas Descritivas	46
Tabela 7 - Matriz de Correlação	47
Tabela 8 - Resultados das Regressões pelo MEF para o endividamento total (ET), de curto prazo (CP) e de longo prazo (LP)	49
Tabela 9 - Resultados das Regressões pelo MEF nos períodos de pré e pós-crise.....	53
Tabela 10 - Resultados das Regressões pelo MEF para as empresas acima e abaixo da mediana	55

Lista de abreviaturas

ANOVA – Análise de variância

CAE – Código das Atividades Económicas

DM – Empresas domésticas

MEA – Modelo dos Efeitos Aleatórios

MEF – Modelo dos Efeitos Fixos

MTN – Empresas multinacionais

OLS – Ordinary Least Square

PME – Pequenas e Médias Empresas

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

WACC - Weighted Average Cost of Capital

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO

A estrutura de capital representa a forma como as empresas relacionam o seu capital próprio com o capital alheio para financiar os seus ativos e é um dos temas mais estudados na área das finanças empresariais. A forte corrente de investigação sentida nos anos 60 e 70 foi impulsionada por Modigliani e Miller (1958), que rejeitaram a teoria clássica de Durand (1952), advogando que a estrutura de capital de uma empresa não influenciava o valor da empresa; por outras palavras, e de acordo com Martins (2021), a criação de valor por uma empresa demonstrava ser independente da sua estrutura de capital. Ao longo do tempo, esta abordagem foi alvo de escrutínio: não só sofreu novas considerações de vários autores, como também foi recusada por outros, o que culminou numa miríade de novas teorias. Contudo, ainda hoje não existe um consenso sobre como se atinge uma estrutura de capital ótima nem quais são todos os seus determinantes.

Mais recentemente, tem-se assistido ao aumento da relevância dos estudos ligados à estrutura de capital em empresas internacionais. Isto deve-se, em parte, à procura de expansão internacional, cujas regalias passam pelo reforço da capacidade inovadora, produtiva, competitiva e rentável (Monteiro, 2016). Adicionalmente, também se deve ao facto de cada vez mais se reconhecer a importância do processo de internacionalização sobre a estrutura de capitais, como sugerido pela hipótese *Upstream-Downstream* (Kwok & Reeb, 2000).

Welch e Luostarinen (1988) definem o processo de internacionalização como um processo de crescente envolvimento em operações internacionais - as empresas decidem aumentar o seu nível de atividades de valor acrescentado fora do seu país de origem, tendo por trás dessa decisão uma ou várias motivações. Os autores salientam também que, assim que uma empresa inicia o processo de internacionalização, a sua continuação não é obrigatória – a retirada do investimento ou a redução do grau de exportação, por exemplo, podem acontecer em qualquer fase do processo, sendo até mais provável de acontecer na fase inicial.

Contudo, é de realçar que a internacionalização é um processo complexo e muitas vezes gradual (Matos, 2016) e, graças a tal, envolve vários riscos, dentre os quais se destacam os riscos comerciais, legais, financeiros e cambiais. Assim, cabe às empresas tomarem decisões importantes acerca de como financiar este investimento: através de capital próprio ou recorrendo a capital alheio, junto de fontes de financiamento externas (Franco, 2017).

Tendo isto em conta, pretende-se investigar qual a influência da internacionalização sobre o nível de endividamento das empresas comerciais

exportadoras portuguesas, dado que a literatura existente sobre estas empresas é diminuta e a realização deste estudo contribuirá para preencher esta lacuna. Adicionalmente, pretende-se testar a validade da Hipótese *Upstream-Downstream*, de Kwok e Reeb (2000), de modo a verificar qual a realidade das empresas do setor comercial em Portugal: se o seu rácio de endividamento aumenta (diminui) com exportações para mercados considerados mais (menos) estáveis e seguros. Para tal efeito, será aplicada como metodologia estatística a análise de regressão com o modelo de efeitos fixos.

Assim, o estudo encontra-se dividido em cinco capítulos. O capítulo I é constituído pela introdução, seguindo-se o enquadramento teórico no capítulo II, onde se revê a literatura mais relevante (nacional e internacional) acerca da estrutura de capital e internacionalização. No capítulo III, descreve-se o contexto português e as hipóteses formuladas. Complementarmente, explicam-se as variáveis utilizadas, assim como a metodologia econométrica adotada. O capítulo IV apresenta os resultados e a sua discussão e, por fim, o capítulo V expõe as conclusões e eventuais limitações e recomendações da investigação realizada.

CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA

2. REVISÃO DA LITERATURA

Este capítulo inclui o enquadramento teórico, onde se expõem os conceitos de estrutura de capital e os seus componentes, assim como as principais teorias da estrutura de capital. Além disso, também se aborda a relação existente entre a estrutura de capital e a internacionalização, terminando ainda com uma revisão da literatura empírica.

2.1. Enquadramento teórico

Segundo Franco (2017)¹, a estrutura de capital representa a forma como as empresas relacionam o seu capital próprio com o capital alheio para financiar os seus ativos. O capital próprio (ou património líquido da empresa) representa a diferença entre os ativos (bens da empresa que podem ser convertidos em dinheiro) e os passivos (dívidas a terceiros). É composto pelo capital social - como o capital pertencente aos proprietários, que estes investiram na empresa - e pelos resultados positivos gerados pela atividade da empresa, para além de ser abatido dos resultados negativos acumulados ao longo do tempo (Antunes, 2008). Por sua vez, o capital alheio corresponde a dívidas provenientes de fontes de financiamento externas à empresa.

Ambos os tipos de capitais geram custos de capitais, que são a taxa de retorno proveniente dos investimentos que a empresa faz. Franco (2017) ressalta que, no capital próprio, esse custo é a rendibilidade exigida pelos proprietários da empresa. No capital alheio, são os juros relacionados aos fundos das instituições financeiras. Para um cálculo efetivo do custo de capital de uma empresa, deve-se utilizar o *Weighted Average Cost of Capital*² (WACC), constituído pela média ponderada das taxas do custo de capital próprio e capital alheio. Assimilando os valores resultantes do WACC com o retorno esperado sobre o investimento, Franco (2017) ressalta que os gestores têm a informação necessária para decidir qual a melhor estratégia de financiamento para a empresa.

Apesar de os gestores conseguirem decidir qual a melhor estratégia a incorporar, a verdade é que o surgimento de várias teorias (com diferentes pressupostos e opiniões)

¹ Para além do trabalho de Franco (2017), a revisão de literatura foi igualmente sustentada por Lopes (2015) e Martins (2021).

² Custo total do capital.

trouxe consigo a incerteza e o debate sobre qual a melhor estrutura de capital para as empresas.

O interesse pelo estudo da estrutura de capitais surgiu com a Teoria Clássica, desenvolvida por Durand (1952). Segundo ele, a teoria baseia-se no pressuposto de que a combinação dos capitais próprio e alheio permite uma diminuição dos custos, assim como um incremento no valor dos projetos em que a empresa decidiu investir. Ao longo do seu trabalho, Durand (1952) explica como o progressivo aumento do rácio de endividamento de uma empresa conduz à diminuição do custo médio de capital, o que, por sua vez, desencadeia um aumento do valor da empresa. Ao defender a ideia de que a utilização de capital proveniente de fontes externas acarreta custos inferiores comparativamente à utilização do capital próprio, o autor incentiva as empresas a endividarem-se até atingirem o menor valor possível do custo total de capital (WACC)³ - assim, recorrendo à alavancagem financeira, as empresas alcançam uma estrutura ótima de capital (Franco, 2017).

Contudo, em 1958, Modigliani e Miller contestaram a Teoria Clássica, ao apresentarem o seu novo modelo teórico. Os autores contrapõem que a estrutura de capital é insignificante para a criação de valor da empresa. Como tal, depreende-se que o valor de mercado da empresa apenas depende da qualidade dos seus ativos (Martins, 2021). Decorrente da sua investigação, os autores analisaram duas empresas iguais, cuja única diferença se encontrava no tipo de capital utilizado - uma era financiada com os dois tipos de capitais, e a outra apenas se autofinanciava. Para medir as eventuais diferenças entre as empresas, definiram uma série de pressupostos, dentre os quais se destacam a existência de mercados perfeitos⁴, a inexistência de impostos, de custos de transação e de

³ De acordo com os seus gráficos e consequente explicação, Durand (1952) denota que, caso o uso capital externo não tivesse qualquer tipo de risco a si associado, a curva do valor do investimento iria atingir o ponto máximo ao mesmo tempo que o retorno total atinge o seu máximo. À medida que o rácio de endividamento (e o risco associado) aumenta, a taxa sobre o retorno total tem de ser cada vez mais alta, causando uma diminuição do valor do investimento. O valor de investimento atinge o seu máximo ligeiramente antes que o retorno total, sendo isto considerado o “ponto de operação ideal” (Durand, 1952, p. 224, tradução própria).

⁴ A economia define um mercado perfeito como sendo um mercado cujos intervenientes concorrem perfeitamente, não existindo a possibilidade de qualquer participante deter poder suficiente para afetar o preço de qualquer produto que venda ou compra. Este tipo de mercado rege-se pelo grande número de participantes (números vendedores e compradores), pela homogeneidade dos produtos (os produtos dos concorrentes não são diferenciados), pelo livre acesso e mobilidade (inexistência de barreiras à entrada no mercado), pela transparência (todos os intervenientes possuem as mesmas informações acerca de lucros e preços) e ainda pela ausência de interveniência do Estado (Ferguson & Gould, 1975; Santos, 2018).

custos de agência⁵, bem como o pressuposto de que os investidores particulares e as empresas dispõem das mesmas condições de acesso ao crédito, assim como a inexistência de incerteza. Tendo em conta os resultados, e de forma a defender a sua ideia, os autores desenvolveram três proposições:

- a Proposição I declara que “o custo médio do capital para qualquer empresa é completamente independente da sua estrutura de capital e é igual à taxa de capitalização de um fluxo de capital próprio puro da sua classe” (Modigliani & Miller, 1958, pp. 268-269, tradução própria);
- a Proposição II indica que, por sua vez, existe uma relação positiva entre o aumento do nível de endividamento e a rendibilidade do capital próprio. Ou seja, à medida que se utiliza um maior rácio de endividamento, os proprietários da empresa passarão a exigir um maior nível de rendibilidade, de modo a tentar equiponderar esse risco;
- por último, a Proposição III argumenta que o tipo de capital utilizado para o financiamento de um investimento é considerado irrelevante para saber se o investimento se justifica ou não (Modigliani & Miller, 1958; Martins, 2021).

Entretanto, graças às críticas a que este modelo foi submetido, nomeadamente graças aos pressupostos serem considerados irrealistas e por não ponderarem o efeito dos impostos no custo de capital e no nível de alavancagem, Modigliani e Miller procederam a uma correção do seu estudo, em 1963. Neste trabalho, os autores reconhecem não só a existência de falhas de mercado, mas também denotam que o uso de capital alheio contribui (mais do que o esperado) para os benefícios fiscais, visto que os juros advindos da utilização de dívida na estrutura de capital são dedutíveis fiscalmente. Além disso, a elaboração desta revisão deu origem à Teoria de *Trade-Off*, que influenciou outros autores a criarem novas teorias sobre a estrutura de capital.

A Teoria de *Trade-Off* argumenta, de forma simplificada, que os efeitos fiscais provenientes do uso da dívida contribuem para o aumento do valor de mercado da empresa. Apesar de Modigliani e Miller (1963), na reformulação da sua teoria, assumirem

⁵ Segundo Jensen e Meckling (1976), os custos de agência são resultado do conflito de interesses entre os proprietários e os gestores, assim como entre os proprietários e os credores. Os custos de agência são a soma das despesas de controlo por parte dos proprietários (como, por exemplo, auditorias das atividades dos gestores), custos de falência e reestruturação da empresa, e ainda perdas residuais (quando os conflitos entre as partes envolvem uma redução de riqueza).

que as empresas apenas deveriam utilizar capital alheio na sua estrutura de capital, Kraus e Litzenberger (1973) alteraram ligeiramente a sua proposta. Estes autores salientam que, como as empresas são expostas a uma maior probabilidade de falência, é necessário um equilíbrio entre as regalias fiscais do endividamento e os custos de falência associados, de modo a alcançar uma estrutura ótima de capital. De forma semelhante, Myers (1984) explica que “o rácio de endividamento ótimo de uma empresa é geralmente determinado pelo *trade-off* entre os custos de falência e os benefícios fiscais da dívida, mantendo constantes os ativos da empresa e os planos de investimento” (Myers, 1984, p. 577, tradução própria).

Como tal, a utilização de um maior nível de dívida aumenta os ganhos fiscais e contribui para uma alavancagem mais eficiente, culminando no aumento dos resultados da empresa e, conseqüentemente, na maximização do seu valor. No entanto, Modigliani e Miller (1963) aconselham as empresas a não aumentar indeterminadamente o seu nível de endividamento. Os autores apontam que podem existir alternativas de financiamento mais baratas (como os lucros retidos das atividades), assim como limitações impostas pelos credores. Adicionalmente, um aumento indeterminado do uso da dívida origina também um aumento dos custos associados ao mesmo, que se agregam aos custos de incumprimento da dívida, de agência e de falência (Myers, 1974, citado por Martins, 2021, p. 8).

Outra teoria importante sobre a estrutura de capital é a Teoria dos Custos de Agência (Jensen & Meckling, 1976). Os autores defendem que os conflitos existentes entre os proprietários e os gestores, assim como os proprietários e os credores, influenciam as decisões financeiras da empresa. O pressuposto base é de que existe uma assimetria de informação entre as partes - os proprietários têm acesso a informação a que os gestores não têm, e vice-versa. Com base nisto, é de esperar que cada parte tenha interesses divergentes, e que cada uma tente alcançar os seus próprios objetivos. Para obter uma estrutura de capital ótima, à semelhança da Teoria de *Trade-Off*, é necessário um ponto de equilíbrio entre o nível de endividamento e a redução dos custos de falência (Jensen & Meckling, 1976). O uso da dívida não só implica maiores benefícios fiscais para a empresa, como também ajuda a diminuir os conflitos entre os proprietários e os gestores - as receitas geradas pelas atividades serão utilizadas para o pagamento dos juros e a amortização da dívida, resultando numa menor probabilidade dos gestores utilizarem o restante para os seus interesses pessoais.

A Teoria de *Pecking Order* (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984) defende a existência de uma ordem hierárquica no uso das fontes de financiamento para as suas atividades. Primeiramente, as empresas utilizam o seu capital próprio, como por exemplo a retenção de lucros da sua atividade, de modo a diminuir os custos de informação assimétrica. Caso o autofinanciamento não seja suficiente para cobrir todo o investimento, as empresas voltam-se para o financiamento externo: numa primeira instância, recorrem ao endividamento, sendo que posteriormente podem decidir emitir títulos híbridos e, como último recurso, emitem ações. Segundo esta teoria, e contrariamente à Teoria de *Trade-Off*, a estrutura ótima de capital não se obtém através de um equilíbrio entre os custos de falência e as vantagens fiscais procedentes do endividamento, mas sim graças à disponibilidade de capital próprio (Faustino, 2014). Myers (1984) conclui que as empresas com um maior nível de rentabilidade são aquelas com menor rácio de endividamento, ou seja, quanto mais rentável uma empresa for, maior a sua capacidade em se autofinanciar. Consequentemente, a probabilidade (e necessidade) de incorrer em dívida será menor. Contrariamente, nas empresas menos rentáveis, observa-se uma maior utilização da dívida, pelo que apresentam um maior rácio de endividamento.

A Hipótese *Upstream-Downstream* de Kwok e Reeb (2000) difere das teorias acima mencionadas uma vez que visa estudar a internacionalização como uma das possíveis variáveis que influenciam o grau de endividamento das empresas. Kwok e Reeb (2000) pressupõem que esta relação depende do diferencial de risco entre o país de origem da empresa, assim como do país de destino. Assim, o seu foco foi a estrutura de capital em empresas internacionalizadas de países emergentes e desenvolvidos, de modo a verificar qual o papel da internacionalização no risco e na alavancagem dessas empresas.

De acordo com Kwok e Reeb (2000), as empresas estabelecidas em mercados considerados estáveis (por exemplo, um país desenvolvido) tendem a internacionalizar-se para mercados menos estáveis (por exemplo, um país emergente), resultando num aumento do risco e numa diminuição da utilização de dívida (efeito *Downstream*) devido ao aumento dos custos associados (Martins, 2021). Contrariamente, quando empresas com mercados menos estáveis decidem internacionalizar-se para mercados mais estáveis, observa-se uma diminuição do seu risco e uma maior utilização da dívida (efeito *Upstream*). Ao testarem a validade destas hipóteses, Kwok e Reeb (2000) impulsionaram a realização de mais investigações e debates acerca desta temática.

2.2. Trabalhos empíricos sobre os determinantes da estrutura de capital

Graças à controvérsia que o estudo de Modigliani e Miller (1958) gerou no mundo das finanças empresariais, é de notar que o número de estudos empíricos sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas aumentou consideravelmente. Apesar das tentativas, estas investigações não apresentam um consenso nos seus resultados. Os trabalhos de seguida apresentados focam-se na relação entre o endividamento e alguns determinantes da estrutura de capital das empresas, como a volatilidade, dimensão, outros benefícios fiscais, rendibilidade, crescimento, entre outros. Selecionaram-se autores internacionais, assim como nacionais, cuja amostra se debruçou tanto sobre PME's como grandes empresas.

Em 1984, Bradley et al. decidiram analisar qual a relação existente entre o endividamento de médio e longo prazo (variáveis dependentes) e a volatilidade, outros benefícios fiscais e despesas de investigação e desenvolvimento (variáveis independentes). Para tal, recorreram a uma amostra de 851 empresas americanas maioritariamente industriais (entre 1962 e 1981), à qual aplicaram o modelo OLS (*Ordinary Least Square*). Os resultados evidenciam a existência de uma relação inversa entre o rácio de endividamento e a volatilidade, pelo que se verifica a importância desta variável. Para além disso, o endividamento encontra-se inversamente relacionado com as despesas de investigação e desenvolvimento, registando ainda uma variação positiva com os outros benefícios fiscais.

De forma semelhante, Titman e Wessels (1988) também analisaram a relação entre o endividamento geral, de curto prazo e de médio e longo prazo (variáveis dependentes) e os benefícios fiscais não-dívida, volatilidade, rendibilidade, crescimento e dimensão da empresa (variáveis independentes). Para a amostra, selecionaram 469 empresas industriais americanas, entre os anos de 1974 e 1982. Como metodologia, recorreram a uma análise fatorial, sendo que a principal descoberta foi a existência de uma relação negativa entre o endividamento de curto prazo e as variáveis dimensão e rendibilidade. As restantes variáveis independentes não demonstraram relações estatisticamente significativas com o endividamento, pelo que os autores concluíram que os custos de transação eram o único determinante com importância para a estrutura de capital.

Caetano (2011) analisou as decisões da estrutura de capital das pequenas e médias empresas (PME) da Beira Interior, baseando-se nas Teorias de *Trade-Off* e *Pecking Order*. A autora aplicou um modelo de dados em painel estáticos e dinâmicos a uma amostra de 53 PME da Beira Interior não financeiras (entre 1998 e 2005), tendo selecionado como variáveis explicativas a taxa de imposto efetiva, outros benefícios fiscais para além da dívida, oportunidades de crescimento, tangibilidade dos ativos, rendibilidade, dimensão, idade e risco das PME da Beira Interior. Dos resultados obtidos, destaca-se a existência de uma relação negativa entre o endividamento e a rendibilidade, o que indica que as PME da Beira Interior preferem utilizar os lucros retidos da sua atividade, deixando de lado o financiamento externo. Sobressai também a relação positiva entre o endividamento e a dimensão – deduz-se que quanto maior a empresa, maior a capacidade de diversificar as suas atividades, o que limita a probabilidade de falência, diminui a assimetria de informação e pode causar um aumento dos lucros das empresas. Por último, tem-se ainda a existência de uma relação negativa entre o endividamento e a idade, o que sugere que quanto mais antiga for a empresa, maior a possibilidade de reter lucros, preterindo assim a necessidade de utilizar financiamento externo. Relativamente às teorias de *Trade-Off* e *Pecking Order*, a autora conclui que as empresas podem usar ambas em simultâneo.

Lopes (2015) debruçou o seu estudo sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas exportadoras portuguesas. A amostra conta com 7001 empresas (com dados disponíveis entre 2007 e 2013), à qual se aplicou o modelo de efeitos fixos. O endividamento geral, de curto prazo e de médio e longo prazo, assim como a variação do endividamento, formam o conjunto das variáveis dependentes. Por sua vez, têm-se como variáveis independentes outros benefícios fiscais, risco, dimensão, rendibilidade, peso das exportações para os mercados comunitário e extracomunitário, crescimento, tangibilidade, volatilidade, taxa efetiva de imposto, nível de inventário, reputação, CAE e a *dummy* “exportar”. Dos resultados, tem-se a destacar que as variáveis independentes que influenciam todas as variáveis dependentes são a rendibilidade (relação negativa), a dimensão (relação negativa, exceto com a variação do endividamento) e o crescimento (relação negativa com o endividamento no médio e longo prazo, sendo positiva no endividamento total e de curto prazo, assim como na variação do endividamento). Sobre as exportações, a autora concluiu que as vendas para o mercado comunitário se encontram negativamente relacionadas com o endividamento no longo prazo, e positivamente

relacionadas com o endividamento no curto prazo. Isto evidencia a existência de uma relação não-linear entre as variáveis: numa fase inicial de exportação, as empresas recorrem ao endividamento de curto prazo para se financiarem; ao atingirem certo volume de vendas, a utilização de dívida começa a diminuir. Além disso, a *dummy* “exportar” indica as empresas exportadoras da amostra requerem um maior nível de financiamento (tanto a médio como longo prazo) para fazerem face aos custos de diversificação de mercados e de clientes.

Focado nos determinantes da estrutura de capital das empresas portuguesas exportadoras para o mercado comunitário, Franco (2017) analisou o que condiciona o financiamento da atividade nestas empresas, assim como as possíveis obstruções à internacionalização dos competidores internacionais. O autor aplicou o modelo de regressão linear múltipla à amostra, que engloba as 250 maiores empresas exportadoras portuguesas do mercado comunitário. Tendo como variáveis dependentes o endividamento total, o endividamento de médio e longo prazo, e o endividamento de curto prazo, Franco determinou 12 variáveis independentes: efeito de alavanca financeiro, taxa efetiva de imposto, outros benefícios fiscais que não o de endividamento, custo de financiamento, risco de negócio, dimensão, garantias colaterais, reputação, especificidade dos ativos, rendibilidade, crescimento e setor de atividade. Com base nos dados recolhidos, concluiu-se que os custos financeiros, as garantias colaterais e a rendibilidade são as variáveis que mais condicionam o nível de endividamento das empresas estudadas. Para além das conclusões de Caetano (2011), os resultados de Franco também indicam a existência de uma relação negativa entre o endividamento e a rendibilidade. Esta relação, aliada à relação igualmente negativa entre o endividamento e as garantias colaterais, e ainda a relação positiva dos custos financeiros, demonstra que um maior nível de custos financeiros contribui para um maior nível de endividamento (graças a um maior risco) e que elevados valores de ativos tangíveis e de rendibilidade resultam num menor nível de endividamento. O autor assume que tal pode derivar de uma maior capacidade de autofinanciamento das empresas, pelo que estas não necessitam de recorrer a fontes de financiamento externas.

Santos et al. (2018) analisaram os determinantes da estrutura de capital das 100 companhias abertas que integram o Índice Brasil 100 (IBrX-100), conforme as teorias *Trade-Off* e *Pecking Order*. O período de análise foi entre 2010 e 2016, e das cinco variáveis selecionadas (rentabilidade dos ativos, risco, dimensão, crescimento e

tangibilidade), apenas a dimensão, o crescimento e a rentabilidade dos ativos apresentaram dados estatísticos significativos. Concluiu-se que a rentabilidade e o crescimento estão negativamente correlacionados com o endividamento, tal como esperado por ambas as teorias. Cabe ainda mencionar que a relação negativa da rentabilidade também foi encontrada por Caetano (2011) e Franco (2017). Estes resultados evidenciam que as empresas com maior nível de rentabilidade e oportunidades de crescimento apresentam menores rácios de endividamento, priorizando a utilização de capital próprio ao capital alheio. Relativamente à dimensão, e conforme o esperado pelas duas teorias, observou-se uma relação positiva com o endividamento, sugerindo que as empresas de maior dimensão têm maiores rácios de endividamento graças à sua facilidade de acesso a recursos financeiros.

2.3. Trabalhos empíricos sobre a estrutura de capital de empresas internacionalizadas

Devido à evolução que o comércio mundial tem sofrido nos últimos anos, tem-se assistido a um aumento do número de exportações. De modo a integrarem-se e a usufruírem da crescente globalização, são várias as empresas que decidem enveredar pelo caminho da internacionalização, sendo que a exportação é uma das vias mais utilizadas. Tendo isto em conta, as decisões sobre a estrutura de capital das empresas tornam-se cada vez mais relevantes, visto que impactam tanto a sua atividade, como os seus níveis de sucesso (Silva & Lopes, 2018).

Westwood (2013) destaca os principais benefícios advindos da exportação, nomeadamente a expansão dos mercados de atuação, o aumento não só da produtividade, como também das receitas e dos lucros, assim como a possibilidade de obter economias de escala. Contudo, para se obter um desempenho sublime das exportações, torna-se necessário estar ciente dos vários riscos que esta decisão pode trazer para a empresa. Como tal, o autor salienta a complexidade do processo de exportação (logística, burocracia, regulamentações internas e externas, proteção da propriedade intelectual), os elevados riscos financeiros, a pressão nos recursos da empresa (falta de recursos humanos, incapacidade de cumprir tarefas), assim como a volatilidade das receitas devido às taxas de câmbio.

Sobre os riscos da exportação, Pacheco (2016) adianta ainda a existência de custos afundados, a falta de informação acerca do mercado externo pretendido, a concorrência das empresas locais, e ainda a assimilação cultural. Assim, como a exportação é uma decisão de risco e de um projeto complexo e gradual, deve-se agir com bastante prudência, de modo a minimizar os prejuízos da empresa (Matos, 2016).

Tendo isto em consideração, foram vários os autores que estudaram a possível relação da internacionalização com o grau de endividamento das empresas, originando um vasto leque de estudos empíricos (Lee & Kwok, 1988; Burgman, 1996; Chen et al., 1997; Chkir & Cosset, 2001; Doukas & Pantzalis, 2003; Low & Chen, 2004; Singh & Nejadmalayeri, 2004; Chiang & Chen, 2008; Mittoo & Zhang, 2008; Saito & Hiramoto, 2010; Albaity & Chuan, 2013; Lopes, 2015; Pacheco, 2016; Ribeiro et al., 2017; Silva & Lopes, 2018; Martins, 2021). O principal objetivo de todos os estudos era descobrir qual o impacto das atividades internacionais no endividamento das empresas. A grande maioria das investigações realizadas têm por base 3 das principais teorias sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas, sendo elas a Teoria de *Trade-Off* (Kraus & Litzenger, 1973), a Teoria de *Pecking Order* (Myers & Majluf, 1984; Myers, 1977, 1984) e a Teoria dos Custos de Agência (Jensen & Meckling, 1976), de acordo com Silva e Lopes (2018).

O grande impulso para a realização de mais estudos sobre esta temática deu-se após o surgimento da Hipótese *Upstream-Downstream*, de Kwok e Reeb (2000). Como referido anteriormente, as empresas sediadas em países desenvolvidos (considerados seguros e estáveis) geralmente exportam para países emergentes (mais instáveis), o que conduz a um menor rácio de endividamento graças ao aumento dos riscos associados e, por conseguinte, dos custos associados (efeito *Downstream*). Paralelamente, as empresas sediadas em países emergentes tendem a exportar predominantemente para países desenvolvidos, o que resulta numa maior utilização da dívida em consequência dos menores riscos associados (efeito *Upstream*). Como hipóteses de investigação, os autores apresentaram que o grau de internacionalização está positivamente (negativamente) relacionado com o risco de negócio, para empresas estabelecidas em economias mais (menos) desenvolvidas que investem em mercados menos (mais) desenvolvidos.

Neste seguimento, procederam à recolha de dados completos de 1921 empresas internacionais, sediadas em 32 países, durante os anos de 1992 a 1996. Relativamente ao risco total e ao risco sistemático, os resultados indicam que, à medida que aumentam os

seus investimentos internacionais, as empresas americanas registam um aumento dos riscos mencionados. Por sua vez, nas empresas não-americanas, o aumento dos seus investimentos internacionais desencadeia uma diminuição do risco total e do risco sistemático. Sobre a alavancagem, os resultados da amostra total indicam que os rácios de endividamento aumentam com a internacionalização (contrariamente a Lee & Kwok, 1988, assim como Burgman, 1996). Ao repetirem a análise apenas com as empresas manufatureiras (por serem mais homogéneas relativamente à sua capacidade em obter dívida considerada segura), observa-se que o nível de alavancagem das empresas americanas diminui com o aumento da atividade internacional. Nas empresas não-americanas, ocorre o oposto: com o aumento da atividade internacional, aumenta também o uso da dívida. Todos os resultados são consistentes com a hipótese *Upstream-Downstream*. Os autores destacam ainda que os principais riscos a que as empresas estão sujeitas durante o processo de internacionalização são as circunstâncias políticas e sociais do país, a capitalização do mercado, a proteção dos direitos dos credores, assim como o crescimento da economia e as taxas de câmbio.

São vários os autores, entre eles Mittoo e Zhang (2008), Chiang e Chen (2008) e Pacheco (2016), que propõem que as empresas multinacionais deveriam ter um maior nível de alavancagem do que as empresas domésticas graças às vantagens que têm sobre estas, nomeadamente a maior dimensão, *cash flow* mais estável, melhor acesso a fontes de financiamento e aos mercados internacionais. Não obstante, os resultados esperados por alguns autores, como Lee e Kwok (1988) e Doukas e Pantzalis (2003), não se verificaram, dado que as MTN americanas de ambas as investigações apresentavam níveis de endividamento inferiores aos das empresas domésticas (Mittoo & Zhang, 2008).

Os trabalhos expostos adiante centram-se na relação da internacionalização com o grau de endividamento das empresas. A seleção destes estudos relaciona-se com o recurso ao rácio de endividamento enquanto variável dependente e com a indicação do grau de internacionalização das empresas enquanto variável explicativa principal. Para o efeito, selecionaram-se autores internacionais, assim como nacionais, cuja amostra se debruçou tanto sobre PME's como grandes empresas. As investigações são apresentadas por ordem cronológica, sendo, sempre que possível, agrupadas consoante a semelhança dos resultados obtidos. Inicialmente, expõem-se as investigações centradas na estrutura de capital de empresas internacionalizadas, passando, de forma gradual, para as investigações que testam a validade da hipótese *Upstream-Downstream*.

Lee e Kwok (1988) investigaram se as estruturas de capital das empresas multinacionais (MTN) sediadas nos Estados Unidos da América (EUA) se diferenciavam das estruturas de capital das empresas domésticas (DM) americanas, assim como qual o motivo dessa diferença. Para averiguar se as MTN e as DM partilhavam os mesmos níveis de custos de agência, custos de falência e rácios de endividamento, os autores selecionaram como variáveis independentes o risco político, as imperfeições dos mercados internacionais, complexidade das operações, oportunidades para diversificação internacional e o risco cambial. A amostra era composta tanto por MTN como DM americanas, tendo-se recolhido os seus dados financeiros entre 1964 e 1983. Para as análises estatísticas, os autores recorreram a testes empíricos, ao teste de Kruskal-Wallis, ao teste de ANOVA bidirecional e a análises univariadas. Relativamente aos custos de agência, os autores concluíram que estes são mais elevados nas MTN comparativamente às DM, confirmando a hipótese segundo a qual as MTN apresentavam maiores custos de agência do que as DM. Sobre os custos de falência, os resultados evidenciam que estes são menores nas MTN quando comparados com as DM, assumindo que tal se deve à dimensão das MTN. Salientou-se também o facto de que as MTN apresentam um rácio de endividamento inferior às DM, o que contraria a hipótese de que as MTN são mais alavancadas do que as DM. Focando-se na estrutura de capital das MTN, os autores previam uma maior influência por parte dos fatores que diminuem o endividamento (nomeadamente os custos de agência) comparativamente aos fatores que aumentam o endividamento (apontam-se os custos de falência e os fatores locais do país de destino). Contudo, tendo em conta os resultados, depreende-se que a atuação internacional das empresas não reduz os custos de falência, e que os custos de agência de financiamento da dívida sofrem um aumento.

No trabalho de Burgman (1996), aplicaram-se modelos de regressão a uma amostra de 487 empresas (domésticas e multinacionais) dos Estados Unidos da América e que estavam cotadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque, de modo a examinar as diferenças nos determinantes da estrutura de capital entre as MTN e as DM. Examinou-se também se existiam fatores adicionais (exclusivamente internacionais) capazes de explicar a escolha da estrutura de capital das empresas multinacionais. Dos resultados obtidos, depreende-se que o rácio médio de alavancagem das MTN é inferior quando comparado ao das DM, contrariando o que era esperado pelo autor. Não existem provas de que a diversificação internacional é capaz de reduzir tanto o risco empresarial como a

volatilidade das receitas. Além disso, as MTN apresentam custos de agência mais elevados quando comparadas com as DM, o que pode explicar os seus rácios de endividamento mais baixos. Relativamente à alavancagem, esta encontra-se positivamente relacionada com a volatilidade, assim como com o risco cambial e o risco político, devendo-se esta relação à utilização da estrutura de capital como um instrumento para cobrir o risco político e o risco económico da taxa de câmbio.

Chen et al. (1997) estudaram o efeito das atividades internacionais na estrutura de capital das empresas, onde se averiguou se o grau das atividades internacionais das empresas era capaz de explicar variações na sua estrutura de capital. Para tal, controlaram o efeito da dimensão da empresa, variação dos fluxos de caixa, atividade internacional, os custos de agência e de falência, a rendibilidade e oportunidades de crescimento (variáveis independentes), assim como o rácio de endividamento (variável dependente) através de análises de regressão múltipla dos dados em painel. Para a amostra, selecionaram-se empresas com ativos totais superiores a 10 milhões de dólares e dados entre 1984 e 1993 – a amostra total conta com 2.219 empresas, das quais 1.449 são DM e 472 são MTN. Como resultados a destacar, os autores apontam a existência de uma relação negativa entre o grau de alavancagem e as variáveis custos de falência e oportunidades de crescimento, assim como o facto de o grau de alavancagem das MTN ser inferior comparativamente ao das DM. Adicionalmente, nas empresas multinacionais, o nível de atuação internacional encontra-se positivamente relacionado com o rácio de endividamento, sendo que o afeta consideravelmente mais do que os determinantes da estrutura de capital normalmente estudados⁶. Chen et al. depreendem ainda que caso duas empresas partilhassem a mesma dimensão, custos de falência, oportunidades de crescimento e rendibilidade, sendo a única diferença o facto de uma delas ser MTN e a outra DM, a empresa multinacional possuiria o rácio de endividamento mais baixo.

Chiang e Chen (2008) averiguaram qual a relação existente entre a internacionalização e a estrutura de capital das empresas taiwanesas, medida através do

⁶ Sendo que estas duas conclusões são contraditórias, os autores avançam com três possíveis explicações para o sucedido. A primeira relaciona-se com o uso da dívida em moeda estrangeira – Chen et al. (1997) assumem que as empresas a utilizam como proteção contra o risco cambial. A segunda está associada ao papel de monitorização da dívida, dado que se prevê que o aumento das atividades internacionais pode ampliar os problemas de agência entre os gestores e acionistas; como tal, pensa-se que a contração de dívida adicional seria uma opção para controlar a situação. Por último, aponta-se como causa provável o facto de os gestores terem a possibilidade de aumentar os benefícios e o estatuto através do financiamento da dívida. Assim, um maior rácio de endividamento poderia estar relacionado com um alto nível de atividade internacional.

rácio de alavancagem. Para as variáveis dependentes, os autores optaram pelo rácio de alavancagem, rácio de vendas no estrangeiro e rácio de ativos estrangeiros; como variáveis independentes, selecionaram a dimensão, custos de falência, taxa de câmbio, custos de agência e rendibilidade. A amostra é constituída por empresas não-financeiras listadas na Bolsa de Valores de Taiwan (durante os anos de 2001 e 2005), às quais se aplicaram testes univariados das variáveis que afetam os rácios de alavancagem, para além de uma combinação de 4 modelos de regressões multivariadas (modelo linear, modelo de diversificação, modelo curvilíneo e o modelo linear por etapas). Os resultados dos testes univariados evidenciam que as MTN apresentam um menor nível de alavancagem comparativamente às DM. Relativamente às regressões multivariadas e especificamente o modelo linear, tem-se que, caso duas empresas partilhem as mesmas características e sendo o único ponto diferenciador entre elas o facto de uma ser MTN e outra DM, a empresa multinacional será a que apresenta menor rácio de alavancagem. De acordo com o modelo de diversificação, quanto menor o número de países para os quais uma empresa exporta/investe, menor será o seu rácio de alavancagem. Consoante os resultados dos modelos curvilíneo e linear por etapas, os autores concluem que existe um ponto de viragem para o nível de internacionalização: antes de um limiar da internacionalização, esta encontra-se negativamente relacionada com a alavancagem da empresa; após esse limiar, a relação entre a internacionalização e a alavancagem torna-se positiva.

Albaity e Chuan (2013) examinaram os determinantes da estrutura de capital de empresas industriais exportadoras listadas no Bursa Malaysia, entre os anos de 2007 e 2011. Tem-se o rácio de endividamento como variável dependente, sendo que as variáveis independentes escolhidas foram o crescimento, internacionalização, dimensão, rendibilidade e tangibilidade. Após a aplicação do modelo de regressão de efeitos fixos a uma amostra de 311 empresas malaias, tiveram-se como principais resultados a existência de uma relação positiva entre o rácio de endividamento e as variáveis dimensão e tangibilidade – assume-se que as empresas de maior dimensão são mais alavancadas, de modo a beneficiarem da proteção fiscal do pagamento de juros da dívida. Paralelamente, as empresas com um maior número de ativos fixos tendencialmente gozam de uma maior facilidade na contração de empréstimos, pois utilizam os ativos como uma espécie de garantia colateral para o endividamento. Os resultados também demonstram que as empresas industriais exportadoras possuem um menor rácio de endividamento

comparativamente às DM. Por último, provou-se a existência de uma relação negativa entre a internacionalização (neste caso, as exportações) e o rácio de endividamento. Esta relação negativa pode ser explicada pela Teoria de *Pecking Order*, que pressupõe que as empresas com maior rentabilidade (nomeadamente as exportadoras) recorrem primeiramente aos lucros retidos da sua atividade, desencadeando assim uma diminuição do nível de alavancagem.

O ponto comum dos cinco artigos até aqui mencionados encontra-se nos seus resultados: em todos eles, as MTN possuem um menor grau de endividamento quando comparadas com as DM, o que contraria o que era esperado por alguns dos autores (como Burgman, 1996). Pressupunha-se que, graças à diversificação do risco por vários mercados, as MTN deveriam conseguir sustentar um maior rácio de endividamento. Chiang e Chen (2008) presumem que a razão por detrás deste resultado se deve à combinação da rentabilidade e dos custos de agência mais elevados, que excedem os custos de falência mais baixos (graças aos menores riscos de negócio e de taxa de câmbio). Albaity e Chuan (2013) acrescentam ainda que isto pode acontecer graças às vantagens a que as empresas têm acesso, como o alcance de economias de escala e a combinação da diversificação do risco com a diversificação internacional.

Na investigação de Chkir e Cosset (2001), os autores focaram-se na relação entre o nível de endividamento das MTN e as suas estratégias de diversificação. Às variáveis selecionadas de acordo com as teorias de *Trade-Off* e Custos de agência (risco de falência, custos de agência, proteção fiscal, dimensão, rentabilidade, grau de multinacionalidade), acrescentaram ainda o risco político e o risco cambial, que podem afetar a estrutura de capital das empresas com atuação internacional. Como metodologia, utilizou-se o modelo de regressão de alternância proposto por Goldfeld e Quandt (combinação de regressões alternadas que permitem ter em conta a origem bidimensional da estratégia de diversificação das MTN). A amostra final conta com 219 empresas multinacionais americanas, cuja taxa de imposto estrangeiro é superior a 25% e detêm mais de 10 milhões de dólares em ativos totais. De acordo com os resultados, a alavancagem aumenta tanto com a diversificação internacional, como com a diversificação de produto (esta descoberta não vai ao encontro dos resultados dos artigos mencionados acima). Adicionalmente, a utilização em simultâneo destes dois tipos de diversificação resulta numa redução dos riscos de falência, comparativamente às empresas que apenas recorrem a uma única estratégia de diversificação. Além disso, os autores também destacam que o

efeito dos custos de agência e do risco de incumprimento no rácio de endividamento das MTN varia consoante o tipo de diversificação selecionada. Relativamente aos determinantes da estrutura de capital, admite-se que as variáveis rendibilidade e riscos de falência estão negativamente relacionadas com o rácio de endividamento das MTN.

Em 2003, Doukas e Pantzalis averiguaram qual a relação entre a alavancagem e as medidas alternativas de custos de agência de dívida para as MTN e DM dos EUA. Como variáveis independentes, selecionaram-se o número de segmentos de negócio, o risco operacional, dimensão, volatilidade das taxas de juro e a estrutura patrimonial. A amostra inclui observações anuais de 6.951 empresas (DM e MTN), entre o período de 1988 e 1994, à qual foi aplicada o modelo de regressão de efeitos fixos. Perante os resultados, os autores assumem que os custos de agência têm uma influência estatisticamente negativa no grau de alavancagem das empresas a longo prazo, sendo mais acentuada nas MTN. Realça-se ainda o facto de as MNC apresentarem um maior rácio de endividamento no curto prazo e um menor rácio no longo prazo, quando comparadas com as DM. Para além disso, o efeito dos custos de agência da dívida no grau de alavancagem agrava-se consoante o grau de internacionalização da empresa, isto é, quanto mais elevado, mais pesados são os custos de agência da dívida, originando uma menor (maior) utilização do financiamento da dívida a longo (curto) prazo. Tudo isto sustenta a ideia de que as MTN são mais propensas a custos de agência da dívida mais elevados do que as DM, dado que a diversificação geográfica dificulta a monitorização ativa. Estes resultados sustentam as descobertas de Lee e Kwok (1988), Burgman (1996), Chen et. al (1997), Chiang e Chen (2008) e ainda Albaity e Chuan (2013).

O foco do estudo de Singh e Nejadmalayeri (2004) direciona-se para a relação existente entre a estrutura de capital e o grau de diversificação internacional em empresas francesas. A amostra final inclui 360 observações anuais de 90 empresas francesas (classificadas como MTN ou DM, consoante o rácio de vendas no estrangeiro e as vendas totais serem inferiores/iguais a 10%, ou superiores a 10%) retiradas da lista anual das empresas com melhor grau de desempenho elaborada pela Stern Stewart. Têm-se como variáveis independentes a dimensão, o crescimento, a rendibilidade, a diversificação internacional e o desempenho de mercado; as variáveis dependentes selecionadas foram o rácio de endividamento e o custo de capital. Para além de estatísticas de testes paramétricos e não-paramétricos, os autores também utilizaram uma análise de regressão de dados em painel de efeitos aleatórios multivariados. Os resultados evidenciam uma

relação positiva entre a diversificação internacional e rácios de endividamento total e de longo prazo mais elevados. As empresas de maior dimensão apresentam um custo de capital mais baixo, graças à sua força financeira e às menores assimetrias de informação existentes. As MTN conseguem sustentar um maior nível de financiamento da dívida, o que, por sua vez, origina uma redução do custo global do capital, mesmo com maiores níveis de risco de capital próprio - esta descoberta assemelha-se à de Chkir e Cosset (2001). Adicionalmente, os resultados insinuam a existência de uma relação não-linear em U invertido entre o grau de diversificação internacional e o financiamento da dívida a curto prazo. Os autores pensam que estes resultados se devem ao facto de as empresas utilizarem o endividamento como um instrumento de cobertura contra todos os riscos advindos da contração de dívida nos mercados do país de destino.

Os estudos empíricos enumerados até agora focaram-se apenas na estrutura de capital das empresas internacionalizadas. Daqui em diante, as investigações expostas focam-se na validação da hipótese *Upstream-Downstream*, de Kwok e Reeb (2000). Apesar de existir um número considerável de estudos, tanto em países desenvolvidos como emergentes (EUA, Canadá, França, Brasil, Portugal), ainda não existe um consenso acerca da relação entre a internacionalização e a estrutura de capital.

Utilizando uma amostra de 232 empresas industriais (das quais 149 são MTN e 83 são DM) de 30 países, cujos dados financeiros foram recolhidos entre 1986 e 1990, Low e Chen (2004) examinaram quais os efeitos da diversificação internacional e de produtos na estrutura de capital. A variável dependente é o rácio de endividamento, enquanto o risco de negócio, diversificação internacional, diversificação de produto, oportunidades de crescimento, desempenho financeiro, dimensão, efeito de indústria e efeito de país são as variáveis independentes. Os autores aplicaram análises univariadas e multivariadas para examinar a relação entre a estrutura de capital e a diversificação internacional e de produto. Para a formulação das hipóteses de investigação, basearam-se em estudos empíricos anteriores, sendo um deles a investigação de Kwok e Reeb (2000):

- H1: Existe uma relação negativa entre a diversificação internacional e a alavancagem;
- H2: Existe uma relação positiva entre a diversificação de produto e a alavancagem.

Os resultados indicam uma relação significativamente negativa entre a diversificação internacional e a alavancagem (tal como Albaity e Chuan, 2013, que evidenciaram uma relação negativa entre o endividamento e a internacionalização). Tendo em conta outras análises, os autores aperceberam-se de que este resultado é geralmente recorrente nas empresas americanas. Aliás, este resultado assemelha-se às descobertas de Lee e Kwok (1988), Burgman (1996), Chen et al. (1997), Chiang e Chen (2008) e ainda Albaity e Chuan (2013), onde as multinacionais americanas, taiwanesas e malaias possuem um menor grau de endividamento que as suas contrapartes domésticas. As evidências não indicam qualquer tipo de relação significativa entre a diversificação internacional e a estrutura de capital de empresas não americanas. Quanto ao efeito da diversificação de produto na estrutura de capital, as empresas que utilizam esta estratégia apresentam rácios de endividamento mais altos comparativamente às empresas não diversificadas.

A investigação de Pacheco (2016) assemelha-se à de Low e Chen (2004) na medida em que não se encontrou uma relação significativa entre a diversificação internacional e o grau de alavancagem, contrariando assim os resultados de Kwok e Reeb (2000). O autor focou-se na relação entre a estrutura de capital de PME industriais portuguesas e o desempenho das exportações, tendo ainda estudado os determinantes da estrutura de capital dessas empresas e a forma como estes influenciam o seu nível de endividamento. Para tal, selecionou-se uma amostra de 3.164 PME (das quais 2.002 são pequenas empresas, e 1.162 são médias empresas), tendo-se procedido à recolha dos seus dados financeiros entre o período de 2011 e 2014. As variáveis dependentes são a dívida total, a dívida de curto prazo e a dívida de longo prazo. Por sua vez, como variáveis independentes apontam-se a presença em mercados de exportação, a presença em mercados fora da UE, a presença no mercado da UE, a tangibilidade dos ativos, a dimensão, a liquidez total, outros benefícios fiscais, o rácio de solvabilidade e o rácio de estrutura. Para esta investigação, recorreu-se à metodologia dos dados em painel, e ao modelo de efeitos fixos.

Algumas das hipóteses – nomeadamente, a de que a presença em mercados fora da UE está negativamente relacionada com a dívida, *ceteris paribus*, assim como a de que a presença no mercado da UE está positivamente relacionada com a dívida, *ceteris paribus* - tinham como objetivo testar a hipótese *Upstream-Downstream*. Contudo, estas foram rejeitadas, dado que a predominância de exportações para os mercados fora da UE

não se associa ao grau de alavancagem. Apesar disso, a presença no mercado da UE está relacionada com um menor nível de alavancagem, pelo que as ideias “*downstream*” e “*upstream*”, respetivamente, não são validadas. Com estas evidências, o autor conclui que o destino das exportações (países mais arriscados vs. países mais seguros) não influencia o nível de alavancagem para as empresas desta amostra. Destacando a dívida de longo prazo, ressalta-se a existência de uma relação em forma de U entre a internacionalização e o endividamento – após um certo patamar de presença nos mercados estrangeiros, as empresas ultrapassam as dificuldades iniciais (custos de agência, assimetrias de informação) e aumentam o seu rácio de endividamento. Relativamente à dívida de curto prazo, a relação entre a internacionalização e o endividamento ocorre em forma de U invertido.

Centrando-se na estrutura de capital das empresas multinacionais, Mittoo e Zhang (2008) procuraram explorar quais as diferenças existentes entre as empresas canadianas e estudos prévios centrados em empresas americanas. A amostra final conta com 1821 observações anuais (das quais 592 pertencem a MTN e 1229 a DM), do período entre 1998 e 2002, de empresas canadianas cotadas na base de dados Worldscope. Como variáveis dependentes, aponta-se o endividamento a longo prazo, o endividamento a curto prazo e o endividamento total. Para as variáveis independentes, selecionaram-se os custos de agência da dívida, as proteções fiscais sem dívidas, a tangibilidade dos ativos, a dimensão, a volatilidade dos fluxos e a rendibilidade. Para a análise, utilizaram-se modelos de regressões assim como testes de robustez.

De acordo com os resultados, o rácio de endividamento a longo prazo das MTN canadianas é superior quando comparado aos das DM – os autores assumem que tal se deve à expansão das MTN no mercado americano, pois a expansão global (para fora dos EUA) demonstra ter pouco impacto no grau de alavancagem. Tanto os custos de agência como a hipótese *Upstream-Downstream* advogam que as MTN com operações para fora dos EUA apresentam um menor rácio de alavancagem: os custos de agência da dívida afirmam que tal se deve aos custos de monitorização mais elevados (devido à expansão global), enquanto a hipótese *Upstream-Downtream* aponta como causa o aumento do risco de negócio (associado às incertezas do mercado global). Os resultados são consistentes com ambas as hipóteses, tendo-se concluído que os custos de agência da dívida e o risco de negócio aumentam na mesma medida que as empresas multinacionais decidem expandir as suas operações para fora dos EUA. Isto confirma o resultado de

Doukas e Pantzalis (2003), que expuseram que as MTN são mais propensas a custos de agência de dívida mais elevados como consequência da diversificação geográfica. A introdução de algumas variáveis interativas (como $US\ Assets\% * RISK$, $Global\ Assets\% * RISK$, $US\ Assets\% * MB$ e $Global\ Assets\% * MB^7$) culminou na identificação dos custos de agência como o efeito com mais impacto no grau de alavancagem. Contudo, é de ressaltar que o coeficiente dos $Global\ Assets\% * RISK$ apresenta sinal negativo, enquanto o coeficiente dos $US\ Assets\% * RISK$ é positivo. Estes resultados, apesar de compatíveis com a hipótese *Upstream-Downstream*, demonstram ser fracos, uma vez que nenhum dos coeficientes é significativo. Por último, os autores concluíram que a estrutura de capital das MTN depende fortemente da combinação dos fatores do país de origem e do país anfitrião, assim como da sua expansão pelos mercados regionais versus os mercados globais.

Para analisar se as estruturas de capitais diferem entre as MTN brasileiras e as DM, e ainda averiguar se as MTN apresentavam um maior rácio de endividamento que as DM (como pressuposto por Kwok & Reeb, 2000), Saito e Hiramoto (2010) utilizaram uma amostra de 131 empresas brasileiras cotadas na Bolsa de Valores de São Paulo (cujos dados foram recolhidos entre 2004 e 2008). Para as regressões, utilizaram o modelo de regressão ordinária comum de mínimos quadrados (OLS). De modo a verificar o rácio de endividamento, definiram-se três medidas de alavancagem (total, de curto e de longo prazo). A dimensão, oportunidades de crescimento e volatilidade foram algumas das variáveis de controlo utilizadas. Os resultados validam a hipótese *Upstream-Downstream*, dado que indicam que as MTN brasileiras possuem um maior rácio de endividamento quanto maior for o seu grau de internacionalização. Pode-se comparar esta descoberta com Chkir e Cosset (2001), que evidenciaram que o grau de alavancagem aumenta com a diversificação internacional. Apesar de as MTN brasileiras utilizarem um maior rácio de endividamento, continua sem ser possível verificar se a atuação internacional se relaciona com o acesso ao financiamento da dívida internacional. A dívida em moeda estrangeira das MTN é também superior às das DM, de modo a conseguirem financiar as suas operações internacionais. Realça-se ainda que as empresas com um maior nível de alavancagem são de maior dimensão e com lucros menos voláteis

⁷ $US\ Assets\%$ refere-se ao rácio dos ativos nos EUA sobre o total dos ativos no ano de 2002. $Global\ Assets\%$ alude ao rácio de ativos fora dos EUA e do Canadá sobre o total de ativos no ano de 2002. M/B é o valor de mercado do capital próprio dividido pelo valor contabilístico do capital próprio. Por último, $RISK$ é o desvio padrão dos *cash flows* divididos pelas vendas ao longo dos últimos 5 anos.

– os autores deduzem que tal acontece devido à menor probabilidade de incorrerem em incumprimento.

De modo a testar a validade da hipótese *Upstream-Downstream* (Kwok & Reeb, 2000), Ribeiro et. al (2017) investigaram os efeitos da escolha do país de destino da internacionalização das empresas multinacionais brasileiras. A amostra contou com 354 empresas (tanto MTN como DM) brasileiras, com capital aberto entre o período de 2007 e 2011. Para a análise dos dados em painéis não-balanceados, utilizou-se o modelo de efeitos aleatórios. O endividamento de curto prazo, o endividamento de longo prazo e o endividamento total formam o conjunto das variáveis dependentes. Por sua vez, a dimensão, oportunidades de crescimento, lucratividade, risco de falência, tangibilidade, liquidez, benefício da proteção fiscal e tipo de indústria são as variáveis independentes. Além destas variáveis, os autores também definiram variáveis independentes ligadas à internacionalização das empresas (nível de internacionalização e o tipo de modo de entrada) assim como variáveis independentes relacionadas com as características dos países (capitalização de mercado, corrupção, crescimento da economia, proteção dos direitos dos mutuários e credores, formação bruta de capital, variação anual de preços, nível de crédito privado e variação cambial).

Sobre o endividamento no curto prazo, os resultados demonstram a validade da hipótese *Upstream-Downstream*, sendo que o endividamento se relaciona positivamente com o grau de internacionalização e a capitalização e proteção – quanto maior o nível de internacionalização das MTN brasileiras para países com um bom nível de capitalização e proteção (acesso a crédito privado, existência de um bom sistema jurídico-legal seguro, entre outros), maior será o seu rácio de endividamento. Esta descoberta coincide com os resultados de Saito e Hiramoto (2010), que averiguaram que as empresas brasileiras apresentavam um maior rácio de endividamento quanto maior fosse o seu grau de internacionalização. Entretanto, no longo prazo, aponta-se que, caso as MTN brasileiras decidam internacionalizarem-se para países que prezam a capitalização, proteção e melhores condições de crescimento, o rácio de endividamento será menor. Sendo o Brasil um país emergente e as suas empresas tendem a expandir a sua atividade para países mais estáveis, observa-se que estas recorrem menos ao endividamento, o que contraria a hipótese *Upstream-Downstream*. Sobre o endividamento total, se as MTN brasileiras decidirem internacionalizarem-se para países com melhores níveis de capitalização e proteção, assiste-se a uma diminuição do seu rácio de endividamento, semelhante ao que

acontece no longo prazo. Assim, também contraria a hipótese *Upstream-Downstream*, dado que esta supõe que as MTN de países emergentes são mais endividadas que as DM.

Silva e Lopes (2018) averiguaram a relação entre o processo de internacionalização e a estrutura de capital das empresas exportadoras industriais manufatureiras portuguesas, pretendendo ainda verificar se a hipótese *Upstream-Downstream* seria válida. A amostra final inclui 7.001 empresas exportadoras industriais manufatureiras portuguesas, com contas disponíveis entre 2007 e 2013. Estes dados foram analisados em painel, através do modelo de efeitos fixos. As variáveis dependentes, semelhante a outras investigações, são o endividamento geral, o endividamento de curto prazo, o endividamento de médio e longo prazo, assim como a variação do endividamento. Como variáveis independentes, selecionaram-se a dimensão, rentabilidade, volatilidade da rentabilidade, taxa efetiva de imposto, tangibilidade do ativo, crescimento, antiguidade, outros benefícios fiscais, nível de inventário e código de atividade económica (CAE). A hipótese de Kwok e Reeb (2000) foi parcialmente validada, tendo em conta que os resultados demonstram que o aumento das exportações para os mercados comunitários resulta num aumento do rácio de endividamento a curto prazo. Além disso, encontraram-se provas de que o efeito *Upstream* tem a forma de um U invertido – no curto prazo, os rácios de endividamento aumentam graças às exportações para o mercado comunitário até atingirem um certo patamar; após esse patamar, os rácios diminuem. Esta validação no curto prazo (embora em forma de U invertido) coincide com a validação da hipótese *Upstream* por parte de Ribeiro et. al (2017), também no curto prazo – as empresas brasileiras internacionalizadas têm maior rácio de endividamento quando exportam para países mais seguros. Existe ainda uma relação negativa entre a dimensão das empresas e o endividamento, sugerindo que à medida que estas crescem e aumentam o seu grau de atividades internacionais, recorrem menos ao endividamento. A rentabilidade também se encontra negativamente relacionada com o endividamento – quanto mais rentável uma empresa for, maior a sua capacidade de autofinanciar as suas atividades. Esta relação vai de encontro com a Teoria de *Pecking Order*, enquanto a relação anterior contraria a Teoria *Trade-Off* (que esperava uma relação positiva entre a dimensão e o endividamento).

Por último, refere-se Martins (2021), que se debruça sobre a relação entre as exportações e a estrutura de capital de empresas portuguesas. A amostra não balanceada conta com dados em painel de 6022 empresas portuguesas do setor da indústria

transformadora (pequenas, médias e grandes empresas), recolhidos entre 2011 e 2019. A estes dados, aplicou-se o modelo de efeitos fixos para todas as regressões e análises. As variáveis dependentes são o endividamento total, de curto prazo e de longo prazo. A autora averigua se a relação entre a intensidade exportadora e a estrutura de capital é linear ou não, assim como a possibilidade desta relação ser diferente quando o destino da exportação é um país de maior ou menor risco (testando assim a hipótese *Upstream-Downstream*). Para tal, foi necessário definir algumas variáveis explicativas, nomeadamente a presença nos mercados externos, a presença nos mercados comunitários e a presença nos mercados extracomunitários. Como variáveis de controlo, apontam-se a lucratividade, tangibilidade dos ativos, dimensão, liquidez, outros benefícios fiscais, coeficiente de solvabilidade e coeficiente de estrutura. Os resultados revelaram que as empresas mais internacionalizadas possuem um maior rácio de endividamento a curto prazo. Apesar desta relação positiva apenas se verificar nas PME, este resultado é consistente com estudos anteriores, nomeadamente Ribeiro et. al (2017), assim como Silva e Lopes (2018), uma vez que também encontraram evidências semelhantes nas MTN brasileiras e nas empresas portuguesas. Não existem quaisquer provas de que a relação entre a intensidade exportadora e a dívida das empresas é não linear. Relativamente à hipótese *Upstream*, na qual se observa que as empresas que exportam para países considerados mais seguros apresentam rácios de endividamento mais elevados, esta apenas se confirma para a dívida total. Por sua vez, a hipótese *Downstream* apenas é válida para as PME e amostra global na dívida de longo prazo.

Na Tabela 1 sintetizaram-se os trabalhos empíricos sobre a estrutura de capital de empresas internacionalizadas até aqui apresentados, enquanto a Tabela 2 sistematiza os artigos que testam a validade da hipótese *Upstream-Downstream*

Tabela 1 – Sistematização dos trabalhos empíricos sobre a estrutura de capital de empresas internacionalizadas

Autor(es)	Ano	País(es)	Amostra	Variáveis de controle	Variável dependente	Variável explicativa principal	Metodologia	Resultados
Burgman	1996	EUA	487 empresas (DM e MTN) de diversos setores ⁸ , cujos dados foram recolhidos entre 1987 e 1991	Dimensão, classificação de indústria, efeitos de indústria	Rácio de alavancagem	Grau de atividade internacional	Modelos de regressão	MTN têm um menor rácio de endividamento que as DM; os custos de agência são mais elevados nas MTN; a alavancagem está positivamente relacionada com a volatilidade, risco cambial e risco político
Chen et. al	1997	EUA	2219 empresas (DM e MTN), cujos dados foram recolhidos entre 1984 e 1993	Dimensão, variação dos fluxos de caixa, atividade internacional, custos de agência e falência, rentabilidade, oportunidades de crescimento	Rácio de endividamento	Grau de atividade internacional	Modelo de regressão múltipla	O grau de atuação internacional está positivamente relacionado com o rácio de endividamento;
Chiang e Chen	2008	Taiwan	380 empresas (DM e MTN) não financeiras, cujos dados foram recolhidos entre 2001 e 2005	Dimensão, custos de falência, taxa de câmbio, custos de agência, rentabilidade	Rácio de endividamento	Grau de internacionalização	Modelos de regressões multivariadas (linear, de diversificação, curvilíneo e linear por etapas)	MTN têm um menor grau de endividamento que as DM; antes de um limiar de internacionalização, esta encontra-se negativamente relacionada com a alavancagem – após esse limiar, a relação torna-se positiva
Albaity e Chuan	2013	Malásia	311 empresas exportadoras da indústria transformadora, cujos dados foram	Crescimento, internacionalização, dimensão, rentabilidade, tangibilidade	Rácio de endividamento	Grau de internacionalização	Modelo de regressão de efeitos fixos	MTN têm um menor grau de endividamento que as DM; existência de uma relação negativa entre o

⁸ Setores alimentar, retalhista, farmacêutico, bens duradouros, construção, equipamento empresarial, produtos químicos, metais, petróleo e minas, e diversos.

			recolhidos entre 2007 e 2011					endividamento e a internacionalização
Chkir e Cosset	2001	EUA	219 empresas (MTN), cujos dados foram recolhidos entre 1992 e 1996	Risco de falência, custos de agência, proteção fiscal, dimensão, rentabilidade, grau de multinacionalidade, risco político, risco cambial	Rácio de endividamento	Estratégias de diversificação (internacional, de produto)	Modelo de regressão de alternância	Grau de alavancagem aumenta com diversificação internacional e diversificação de produto; a utilização destes dois tipos de diversificação reduz o risco de falência
Doukas e Pantzalis	2003	EUA	6951 empresas (DM e MTN), cujos dados foram recolhidos entre 1988 e 1994	Número de segmentos de negócio, risco operacional, dimensão, volatilidade das taxas de juro, estrutura patrimonial	Alavancagem total, alavancagem no curto prazo, alavancagem no longo prazo	Atuação internacional das empresas	Modelo de regressão de efeitos fixos	Custos de agência influenciam negativamente a alavancagem no longo prazo, sendo mais acentuado nas MTN; MTN apresentam um menor rácio de endividamento no longo prazo, e um maior rácio no curto prazo, comparativamente às DM; quanto maior o nível de internacionalização da empresa, mais elevados serão os custos de agência
Singh e Nejadmalayeri	2004	França	90 empresas (DM e MTN), cujos dados foram recolhidos entre 1996 e 1999	Dimensão, crescimento, rentabilidade, diversificação internacional, desempenho de mercado	Alavancagem total, alavancagem de curto prazo, alavancagem de longo prazo	Diversificação internacional	Modelo de regressão de dados em painel de efeitos aleatórios	Existência de uma relação positiva entre a diversificação internacional e o endividamento total e de longo prazo; Existência de uma relação não-linear em U invertido entre o grau de diversificação internacional e o endividamento de curto prazo

Fonte: Elaboração própria

Após a análise desta tabela, depreende-se que os estudos de Burgman (1996), Chiang e Chen (2008) assim como Albaity e Chuan (2013) apresentam resultados semelhantes, uma vez que todos eles chegaram à conclusão de que as multinacionais apresentam um menor grau de endividamento comparativamente às empresas domésticas. Tal indica que, ao aumentarem o seu grau de internacionalização, as empresas diminuem o uso de dívida na sua estrutura de capital. Relativamente a Doukas e Pantzalis (2003), os resultados também indicam a existência de uma relação negativa entre o endividamento e a internacionalização – os autores deduzem que tal se deve ao aumento dos custos de agência da dívida.

Em contrapartida, Chen et al. (1997), Chkir e Cosset (2001) e Singh e Nejadmalayeri (2004) evidenciam a existência de uma relação positiva entre a diversificação internacional e o rácio de endividamento – ou seja, com o aumento das atividades internacionais, regista-se um aumento da utilização de dívida que, no caso de Singh e Nejadmalayeri, é mais visível no endividamento total e de longo prazo.

Tabela 2 – Sistematização dos trabalhos empíricos que testam a validade da Hipótese *Upstream-Downstream*

Autor(es)	Ano	País(es)	Amostra	Variáveis de controlo	Variável dependente	Variável explicativa principal	Metodologia	Validação da Hipótese <i>Upstream</i>	Validação da Hipótese <i>Downstream</i>
Kwok e Reeb	2000	Países dos continentes europeu, americano, asiático, africano e Oceânia	1921 empresas (DM e MTN) de diversos setores ⁹ , cujos dados foram recolhidos entre 1992 e 1996	Dimensão, tipo de ativos, alavancagem, oportunidades de crescimento	Rácio de endividamento	Grau de internacionalização	Regressão agrupada numa análise multivariada	Válida para os mercados de países emergentes	Válida para as empresas americanas
Low e Chen	2004	Países dos continentes europeu, americano, africano, asiático e Oceânia	232 empresas (DM e MTN) ¹⁰ , cujos dados foram recolhidos entre 1986 e 1990	Risco de negócio, oportunidades de crescimento, desempenho financeiro, dimensão, efeito de indústria, efeito de país	Rácio de endividamento	Diversificação internacional, diversificação de produto	Análises univariadas (teste não paramétrico de Wilcoxon) e análises multivariadas (com os determinantes da estrutura de capital)	Não validada	Válida maioritariamente para as empresas americanas
Mittoo e Zhang	2008	Canadá	1821 observações anuais (DM e MTN) de diversos setores ¹¹ , cujos dados foram recolhidos entre 1998 e 2022	Custos de agência da dívida, proteções fiscais sem dívidas, tangibilidade dos ativos, dimensão, volatilidade dos fluxos, rendibilidade	Endividamento total, endividamento de curto prazo e endividamento de longo prazo	Operações dentro dos EUA, operações fora dos EUA	Análises de regressão e testes de robustez	Não abordada	Válida para as MTN canadianas (contudo, o argumento é fraco, porque os coeficientes não são significativos)
Saito e Hiramoto	2010	Brasil	138 empresas (MTN) de diversos setores ¹² , cujos dados foram	Dimensão, oportunidades de crescimento, volatilidade	Alavancagem total, alavancagem de curto prazo	Grau de internacionalização (e o seu quadrado)	Modelo OLS	Válida para as MTN brasileiras	Não validada

⁹ Setores vestuário e retalhista, automóvel, produtos químicos, construção, diversificados, farmacêutico e cosmético, elétrico e aeroespacial, eletrónico, alimentar, têxtil e tabaco, produtores de metais, diversos, gás, petróleo e carvão, impressão de papel e recreação.

¹⁰ Os autores categorizam estas empresas em três grupos, sendo que existem empresas pertencentes ao grupo básico da indústria, ao grupo da indústria de capitais e ainda ao grupo de bens de consumo.

¹¹ Setores agrícola, dos recursos, da construção, manufatureiro, do comércio e serviços.

¹² Setores alimentar e de bebidas, comercial, de construção, eletrónico, utilidades, minerais não metálicos, máquinas industriais, papel, petróleo e gás, produtos químicos, aço e metalurgia, *software* e dados, telecomunicações, têxtil, serviços de transporte, veículos e peças.

			recolhidos entre 2004 e 2008		e alavancagem de longo prazo				
Pacheco	2016	Portugal	3164 empresas (PME exportadoras) de diversos setores ¹³ , cujos dados foram recolhidos entre 2011 e 2014	Tangibilidade dos ativos, dimensão, liquidez total, outros benefícios fiscais, rácio de solvabilidade, rácio de estrutura	Endividamento total, endividamento de curto prazo e endividamento de longo prazo	Presença nos mercados externos (e o seu quadrado), exportação para mercados fora da UE e para os mercados da UE	Modelo de efeitos fixos	Rejeitada (contudo, no longo prazo, existe uma relação em forma de U)	Rejeitada (contudo, no curto prazo, existe uma relação em forma de U invertido)
Ribeiro et. al	2017	Brasil	314 empresas (DM e MTN), cujos dados foram recolhidos entre 2007 e 2011	Dimensão, oportunidades de crescimento, lucratividade, risco de falência, tangibilidade, liquidez, benefício da proteção fiscal, tipo de indústria	Endividamento de mercado de curto prazo, endividamento de mercado de longo prazo, endividamento de mercado total	Nível de internacionalização e tipo de modo de entrada	Modelo de efeitos aleatórios	Parcialmente válida para as MTN brasileiras (no curto prazo)	Não validada
Silva e Lopes	2018	Portugal	7001 empresas exportadoras industriais/manufatureiras, cujos dados foram recolhidos entre 2007 e 2013	Dimensão, rendibilidade, volatilidade da rendibilidade, taxa efetiva de imposto, tangibilidade do ativo, crescimento, antiguidade, outros benefícios fiscais, nível	Endividamento de curto prazo, endividamento de médio e longo prazo, endividamento geral e variação do endividamento	Exportação para os mercados comunitário e extracomunitários (e os seus quadrados)	Modelo de efeitos fixos	Parcialmente válida para as empresas portuguesas (no curto prazo, em forma de U invertido)	Não determinada

¹³ Setores alimentar, bebidas e tabaco, têxtil, vestuário, pele e relacionados, madeira e cortiça, papel, impressão e reprodução de *media*, petróleo refinado, químicos e fibras, farmacêutico, borracha e produtos de plástico, produtos de minerais não metálicos, metais básicos, produtos metálicos manufaturados, computadores, comunicações e equipamentos eletrónicos, equipamento elétrico, máquinas e equipamento, veículos a motor, reboques e peças, outros equipamentos de transporte, mobília e outras atividades de produção.

				de inventário, CAE					
Martins	2021	Portugal	6022 empresas industriais transformadoras (PMGE), cujos dados foram recolhidos entre 2011 e 2019	Lucratividade, tangibilidade dos ativos, dimensão, liquidez, outros benefícios fiscais, coeficiente de solvabilidade, coeficiente de estrutura	Endividamento, endividamento de curto prazo e endividamento de longo prazo	Presença nos mercados externos (e o seu quadrado), presença nos mercados pertencentes à UE e presença nos mercados não pertencentes à UE	Modelo de efeitos fixos	Parcialmente válida para as PME (no curto prazo)	Parcialmente válida para as PME portuguesas (no longo prazo)

Fonte: Elaboração própria

Tendo em conta as informações presentes nesta tabela, pode-se dizer que as investigações realizadas após o estudo de Kwok e Reeb (2000) foram incapazes de provar, por inteiro, a validade da hipótese *Upstream-Downstream*.

Os resultados de Low e Chen (2004) e de Mittoo e Zhang (2008) validam o efeito *Downstream* para as empresas americanas e canadianas, respetivamente. Por sua vez, Saito e Hiramoto (2010) validam o efeito *Upstream* para as multinacionais brasileiras, enquanto Ribeiro et al. (2017) somente o valida parcialmente, uma vez que só se verifica no curto prazo. Relativamente a Silva & Lopes (2018), o efeito *Upstream* também é parcialmente validado, tendo-se revelado a existência de uma relação em U invertido para as empresas portuguesas no curto prazo – o seu rácio de endividamento aumenta quando exportam para o mercado comunitário, mas ao atingir certo limiar, o rácio diminui. Os resultados de Martins (2021) demonstram que ambos os efeitos são parcialmente validados: verifica-se o efeito *Upstream* no curto prazo e, adicionalmente, verifica-se o efeito *Downstream* no longo prazo.

Pacheco (2016) não encontrou evidências para validar qualquer um dos efeitos da hipótese; contudo, admite a existência de uma relação em forma de U no longo prazo – após um certo grau de presença nos mercados de exportação, pensa-se que as empresas

conseguem ultrapassar as dificuldades iniciais e, a partir desse momento, aumentam o seu rácio de endividamento -, assim como uma relação em forma de U invertido no curto prazo.

CAPÍTULO III – HIPÓTESES DE INVESTIGAÇÃO E METODOLOGIA

3. HIPÓTESES DE INVESTIGAÇÃO E METODOLOGIA

Neste capítulo, apresenta-se o contexto das empresas portuguesas, as hipóteses formuladas e a descrição da amostra de empresas. Adicionalmente, explicam-se as variáveis utilizadas, assim como a metodologia econométrica empregue neste estudo empírico.

3.1. Contexto português

Em Portugal, a exportação é o modo de internacionalização com mais relevância na economia.

O relatório da Informa (2020) afirma que se registou um aumento do número de empresas exportadoras portuguesas desde o ano de 2011, resultando no equilíbrio da balança comercial e na consolidação da economia nacional. Deduz-se que existam mais de 35 mil empresas exportadoras em Portugal, número que tem aumentado desde 2008. Com o aumento do número de empresas exportadoras, é de notar que o número de exportações também aumentou. Como resultado, as empresas conseguiram diversificar a sua carteira de clientes e escapar ao reduzido mercado interno português. Apesar de quase todos os setores terem registado crescimento nas exportações, estas concentram-se principalmente no setor industrial, no grossista e nos transportes. Os principais destinos das exportações de bens são os mercados comunitários da União Europeia. Contudo, os mercados extracomunitários têm ganho cada vez mais relevância ao nível dos serviços, principalmente os países de língua portuguesa.

De acordo com os dados retirados do PORDATA, os principais parceiros comerciais de Portugal relativamente à exportação de bens total são a Alemanha, Angola, Brasil, China, Espanha, Estados Unidos da América, França, Itália, Japão, Países Baixos e Reino Unido. Dentro da União Europeia, os países que recebem maior percentagem das exportações portuguesas são Espanha (25,4%), França (13,6%) e Alemanha (11,9%). Fora da UE, têm-se como principais destinos o Reino Unido (5,7%), os EUA (5%), Angola (1,6%) e outros (25,9%). A evolução das exportações para estes países é visível na *Tabela 3* (PORDATA, 2022).

Na Figura 1, é possível verificar as flutuações do volume das exportações de Portugal para os seus principais países comerciais parceiros. Em 2020, Espanha, outros países e França apresentam os valores mais altos de volume de exportação, contrastando com os valores de 2000, onde a Alemanha apresentava um volume superior ao de França.

Tabela 3 – Principais países de destino das exportações portuguesas

Percentagem (totais das categorias)

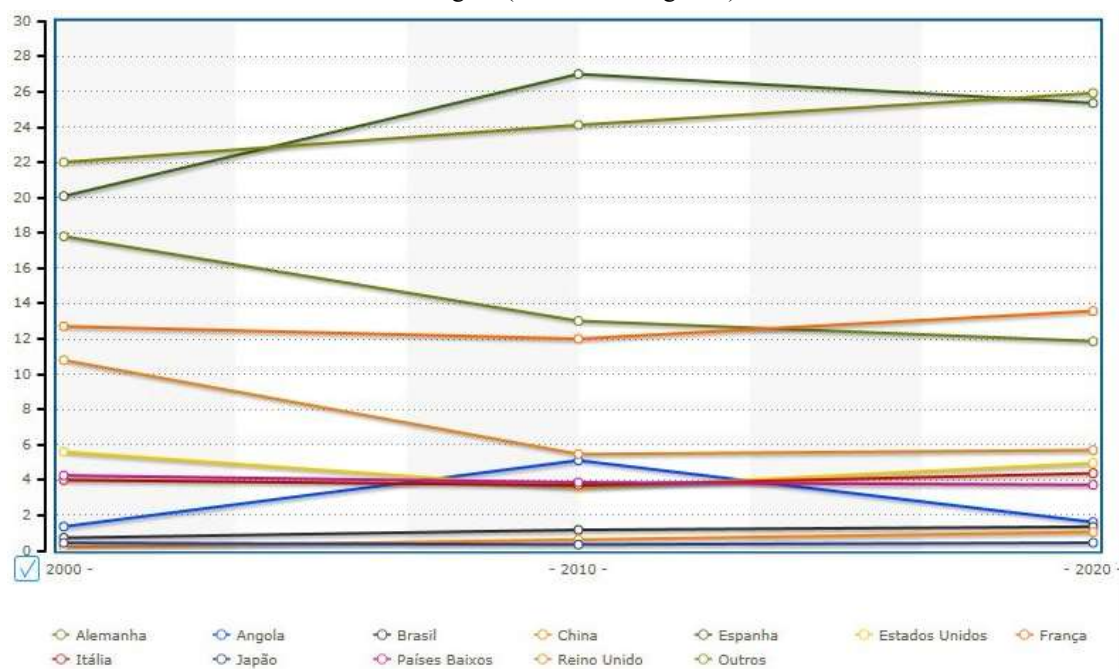
ANOS

PAÍSES	2000	2010	2020
ALEMANHA	17,8	13,0	11,9
ANGOLA	1,4	5,1	1,6
BRASIL	0,7	1,2	1,4
CHINA	0,2	0,6	1,1
ESPAÑA	20,1	27,0	25,4
EUA	5,6	3,5	5,0
FRANÇA	12,7	12,0	13,6
ITÁLIA	4,0	3,7	4,4
JAPÃO	0,4	0,3	0,5
PAÍSES BAIXOS	4,3	3,9	3,7
REINO UNIDO	10,8	5,5	5,7
OUTROS	22,0	24,1	25,9
TOTAL:	100	100	100

Fontes/Identidades: INE, PORDATA

Figura 1 – Gráfico das exportações de bens: total e por principais parceiros comerciais

Percentagem (totais das categorias)



Fontes/Identidades: INE, PORDATA

3.2. Hipóteses de investigação

Tendo em conta a revisão da literatura anterior, formularam-se duas hipóteses de investigação.

Hipótese 1) Existe uma relação positiva entre o rácio de endividamento e o peso das exportações para mercados comunitários (efeito *Upstream*).

Relativamente à Hipótese *Upstream-Downstream*, e como mencionado acima, Kwok e Reeb (2000) defendem que quando empresas sediadas em mercados menos estáveis exportam para outros mais seguros (neste caso, assumindo que tal corresponde a países pertencentes à União Europeia), observa-se uma diminuição do seu risco e uma maior utilização da dívida (efeito *Upstream*).

Os estudos de Ribeiro et. al (2017), Silva e Lopes (2018) e de Martins (2021) validam (por vezes, apenas parcialmente) esta hipótese. Além disso, como em média os países da UE são considerados países mais seguros (tanto a nível de distância geográfica como de risco cambial, que é consideravelmente baixo graças à utilização do euro), espera-se que as empresas portuguesas utilizem mais dívida ao exportarem para países pertencentes à UE, devido à redução dos riscos existentes.

Hipótese 2) Existe uma relação negativa entre o rácio de endividamento e o peso das exportações para mercados extracomunitários (efeito *Downstream*).

Tendo por base a Hipótese *Upstream-Downstream*, acredita-se que quando empresas sediadas em mercados estáveis exportam para mercados mais arriscados e geograficamente afastados (neste caso, assumindo que tal corresponde a países fora da União Europeia), regista-se um aumento do risco e uma diminuição da utilização da dívida (efeito *Downstream*).

Pacheco (2016) observou uma relação negativa entre o endividamento e a alavancagem, deduzindo que tal acontece devido ao elevado risco e elevados custos de financiamento. Similarmente, Low e Chen (2004) e ainda Mittoo e Zhang (2008) se deparam com este efeito nas suas investigações. Também Lee e Kwok (1988), Burgman (1996), Chiang e Chen (2008) e Albaity & Chuan (2013) evidenciaram a existência de uma relação negativa nas suas respetivas investigações, embora não discriminem quais os países de destino das exportações. Ademais, é de esperar que a maior distância

geográfica e adicionais burocracias, assim como os riscos financeiros (risco cambial, maiores custos de agência) serão vistos como obstáculos para utilizar mais dívida.

3.3. Seleção de amostra e dados

Este estudo foca-se na análise da relação existente entre a internacionalização e a estrutura de capital das empresas comerciais exportadoras portuguesas, procurando averiguar se a Hipótese *Upstream-Downstream* é ou não válida.

A fonte de dados utilizada neste estudo foi a SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), uma base de dados criada por Bureau van Dijk, que fornece informação e análise financeira de empresas portuguesas e espanholas, com um histórico de contas anuais até 25 anos. Sendo que a SABI disponibiliza informação sobre cerca de 400.000 empresas portuguesas, criaram-se alguns critérios de seleção, nomeadamente:

- Empresas exportadoras (que, segundo as condições da SABI, “vendem para fora do mercado nacional”, ou seja para fora do mercado português);
- Do setor comercial¹⁴;
- Ativas em 31 de dezembro de 2020;
- Número mínimo de 2 funcionários à data de dezembro de 2020;
- Contas disponíveis desde 2010 a 2020.

Selecionou-se um período de análise de 11 anos (entre 2010 e 2020), de modo a ser possível avaliar os resultados do nível de internacionalização durante vários ciclos económicos. De acordo com estes critérios, e após uma depuração da base de dados¹⁵, obteve-se uma amostra final não balanceada de 1.184 empresas, correspondendo a cerca de 11.840 observações para cada variável.

¹⁴ Os CAE (Classificação Portuguesa das Atividades Económicas) selecionados foram o 45 – Comércio, manutenção e reparação, de veículos automóveis e motociclos, 46 – Comércio por grosso (inclui agentes), exceto de veículos automóveis e motociclos, e 47 – Comércio a retalho, exceto de veículos automóveis e motociclos.

¹⁵ Realizou-se o tratamento dos *outliers* de cada variável, para cada ano, assim como a eliminação de dados incorretos. Adicionalmente, e de forma semelhante a Lopes (2015), cada variável foi submetida a uma truncagem, aos valores máximos e mínimos de 1% da amostra – por outras palavras, os valores extremos de cada cauda de distribuição (0,5%) de cada variável foram substituídos pelos valores do percentil 99,5 (máximo) e 0,5 (mínimo).

3.4. Variáveis

3.4.1. Variáveis dependentes/explicadas

Para a definição das variáveis dependentes a utilizar neste estudo, teve-se em consideração vários trabalhos anteriores (Albeity & Chuan, 2013; Lopes, 2015; Matos, 2016; Pacheco, 2016; Franco, 2017; Silva & Lopes, 2018; Martins, 2021). Assim, as variáveis dependentes a utilizar serão o endividamento total (ET), o endividamento de curto prazo (ECP) e o endividamento de longo prazo (EMLP), em todos os casos face ao ativo líquido. Na Tabela 4, apresentam-se as variáveis dependentes, assim como as respetivas fórmulas de cálculo.

Tabela 4 – Variáveis Dependentes

Variáveis Dependentes	Fórmula de Cálculo
Endividamento Total (ET)	$\frac{\textit{Passivo}}{\textit{Ativo Líquido}}$
Endividamento Curto Prazo (ECP)	$\frac{\textit{Passivo Corrente}}{\textit{Ativo Líquido}}$
Endividamento Longo Prazo (ELP)	$\frac{\textit{Passivo Não Corrente}}{\textit{Ativo Líquido}}$

Fonte: Elaboração própria

3.4.2. Variáveis independentes/explicativas

Por sua vez, as variáveis independentes selecionadas para esta investigação têm como objetivo analisar como o nível de internacionalização e a estrutura de capital das empresas comerciais portuguesas se relacionam. Tendo maioritariamente recorrido aos trabalhos de Pacheco (2016), Silva & Lopes (2018) e Martins (2021), selecionaram-se como variáveis explicativas o nível de internacionalização para o mercado comunitário (NIMC) e o nível de internacionalização para o mercado extracomunitário (NIMEC).

A variável nível de internacionalização para o mercado comunitário (medido pelo rácio do total das vendas no mercado comunitário sobre o total do volume de negócios) tem como objetivo comprovar que as empresas cujo volume de vendas seja superior para o mercado comunitário apresentam maiores rácios de endividamento.

De forma idêntica à variável anterior, tem-se também o nível de internacionalização para o mercado extracomunitário (medido através do rácio entre o total das vendas para o mercado extracomunitário e o total do volume de negócios). O objetivo desta variável é provar que as empresas cujo volume de vendas seja inferior para o mercado extracomunitário apresentam menores rácios de endividamento.

Adicionalmente, selecionaram-se algumas variáveis de controlo (na linha dos estudos de Pacheco, 2016; Silva e Lopes, 2018; Martins, 2021), sendo elas a dimensão, rendibilidade, tangibilidade, volatilidade, taxa efetiva de imposto e CAE.

A dimensão, que é medida pelo logaritmo¹⁶ do total do ativo, é vista como um dos determinantes com mais peso na estrutura de capital das empresas. Consoante a Teoria *Trade-Off*, as empresas com maior dimensão não só apresentam um maior nível de diversificação, como também um menor risco de insolvência (Pacheco, 2016; Franco, 2017). Embora autores como Titman e Wessels (1998) e Silva e Lopes (2018) tenham encontrado uma relação negativa, espera-se uma relação positiva entre as variáveis, indo ao encontro dos resultados de Low e Chen (2004), Singh e Nejadmalayeri (2004), Mittoo e Zhang (2008) e ainda Saito e Hiramoto (2010).

De forma semelhante, a rendibilidade dos ativos (calculada pelo rácio entre o resultado líquido do exercício e o ativo líquido) também é bastante importante para a estrutura de capital das empresas. De acordo com a Teoria de *Pecking Order*, deve-se esperar uma relação negativa entre as variáveis, devido à hierarquização das fontes de financiamento defendidas pela teoria: as empresas mais rentáveis utilizam primeiramente os seus *cash flows* gerados e, caso necessário, recorrem a fontes externas numa fase posterior. Assim, espera-se que as empresas com maiores níveis de rendibilidade apresentem um menor grau de endividamento externo, consistente com os resultados de Caetano (2011), Franco (2017), Santos et al. (2018), Chkir e Cosset (2001), Albaity e Chuan (2013), e ainda Silva e Lopes (2018).

Relativamente à rendibilidade do capital próprio (calculado através do resultado líquido sobre o capital próprio), utiliza-se esta variável para analisar os resultados advindos da gestão dos recursos próprios e de terceiros, sendo que revela os resultados

¹⁶ Em variáveis onde a distribuição da mesma tem um viés, ou seja, uma das extremidades é elevada e tem cauda longa, medidas como a correlação ou a regressão podem ser bastante influenciadas pelo pico da distribuição, pelos *outliers*, entre outros. A aplicação da transformação logarítmica pode reduzir o efeito desse viés.

globais obtidos pelos sócios e acionistas da empresa (Iudícibus, 1998 e Neto, 2006, citados por Garnacho, 2013, p. 9).

Sobre a tangibilidade dos ativos (medida pelo rácio do ativo não corrente sobre o total do ativo), a Teoria *Trade-Off* argumenta, como mencionado anteriormente, que as empresas com um maior número de ativos tangíveis são mais prováveis de obter empréstimos, uma vez que estes funcionam como uma garantia para os credores, resultando assim numa redução do risco de insolvência. Como tal, espera-se uma relação positiva entre esta variável e o endividamento, de acordo com os resultados de Singh e Nejadmalayeri (2004) e Mittoo e Zhang (2008). Contudo, os resultados de Pacheco (2016) apresentam uma relação negativa.

A taxa efetiva do imposto (medida através do rácio entre o imposto sobre o rendimento e o resultado líquido do exercício) é a percentagem de lucros que as empresas entregam ao Estado. Conforme a Teoria de *Trade-Off*, será de esperar uma relação positiva entre a taxa efetiva de imposto e o endividamento, dado que a dedução dos juros fiscais pode incentivar à utilização de um maior rácio de endividamento.

Por último, utiliza-se a variável CAE para averiguar o grau de relação entre os diferentes tipos de setores económicos e os níveis de endividamento. Na *Tabela 5*, resumem-se as variáveis independentes e as suas formas de cálculo.

Tabela 5 – Variáveis Independentes

Variáveis Independentes	Fórmula de Cálculo
Dimensão (DIM)	<i>Logaritmo Ativo Total</i>
Rendibilidade do Ativo (ROA)	$\frac{\text{Resultado Líquido do Exercício}}{\text{Ativo Líquido}}$
Nível de Internacionalização Merc. Comunitário (NIMC)	$\frac{\text{Vendas Merc. Comunitário}}{\text{Total do Volume de Negócios}}$
Nível de Internacionalização Merc. Extracomunitário (NIMEC)	$\frac{\text{Vendas Merc. Ext. Comunitário}}{\text{Total do Volume de Negócios}}$
Tangibilidade (TANG)	$\frac{\text{Ativo Não Corrente}}{\text{Ativo Líquido}}$
Rendibilidade do Capital Próprio (ROE)	$\frac{\text{Resultado Líquido do Exercício}}{\text{Capital Próprio}}$
Taxa Efetiva de Imposto (TEI)	$\frac{\text{Imposto Sobre o Rendimento}}{\text{Resultado Líquido do Exercício}}$
CAE	<i>Código das Atividades Económicas</i>

Fonte: Elaboração própria

3.5. Metodologia econométrica

Após a seleção da base de dados final, procedeu-se ao seu tratamento, de modo a realizar as análises de regressão necessárias no *software* econométrico STATA.

Tratando-se de dados em painel, torna-se possível a combinação de dados longitudinais com dados seccionais. De acordo com Martins (2021) e Lopes (2015), esta estratégia é mais vantajosa, dado que torna exequível a preservação e um melhor controlo da heterogeneidade individual. Além disso, torna-se possível a identificação e medição de efeitos que não seriam visíveis com outro tipo de dados e, graças a uma maior quantidade de informação, regista-se um aumento do grau de liberdade. Com isto, reduz-se o problema de multicolinearidade¹⁷, alcançando assim um melhor grau de eficiência nas estimativas.

¹⁷ A multicolinearidade dá-se quando as variáveis independentes têm relações lineares exatas ou aproximadamente exatas, sendo um problema bastante comum nas regressões. Segundo Lopes (2015), a evidência mais clara para a existência de multicolinearidade é visível quando o R² tem um valor bastante elevado, mas nenhum dos coeficientes da regressão é estatisticamente significativo, de acordo com a estatística t convencional.

Para aplicar a metodologia de dados em painel, e tendo como base o trabalho de Lopes (2015), torna-se fundamental avaliar qual o modelo econométrico que melhor se adapta a esta investigação. Após a realização do teste F, que compara os resultados do modelo ordinário de mínimos quadrados (OLS) e os resultados do modelo de efeitos fixos (MEF), concluiu-se que o MEF é o modelo recomendado a utilizar. Adicionalmente, recorreu-se ao teste de Hausman (1978), uma vez que testa a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios (MEA) é o adequado para a amostra comparativamente ao modelo de efeitos fixos (MEF). O teste permite averiguar a existência de correlação entre a heterogeneidade não observável e as variáveis explicativas. O pressuposto da hipótese nula é de que os coeficientes de ambos os modelos são idênticos; caso difiram, a estimativa do MEF é simultaneamente consistente e eficiente. Se a hipótese nula não for deposta, selecionar-se-ia o modelo MEA; caso contrário, optar-se-ia pelo modelo MEF. Segundo os resultados do teste de Hausman, o MEF é o modelo de regressão que melhor se adequa neste caso, pelo facto de as variáveis omitidas (aquelas que manipulam a variável dependente, mas que não são usadas no modelo, acabando por ser refletidas na constante do modelo) serem persistentes ao longo do tempo (apesar de variarem consoante as empresas).

A heterocedasticidade dos termos de perturbação, entretanto observada, e a covariância dos resultados serão corrigidas posteriormente com a utilização do método de White (1980).

Entretanto, e de modo a testar as diferentes hipóteses, o modelo base das regressões é representado por:

$$Y_{i,t} = C + \beta_1 NIMC_{i,t} + \beta_2 NIMEC_{i,t} + \beta_3 DIM_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 TANG_{i,t} + \beta_6 ROE_{i,t} + \beta_7 TEI_{i,t} + \beta_8 CAE_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$$

$Y_{i,t}$ refere-se às variáveis dependentes: ET, ECP e ELP. NIMC, NIMEC, DIM, ROA, TANG, ROE, TEI e CAE referem-se às variáveis independentes nível de internacionalização para o mercado comunitário, nível de internacionalização para o mercado extracomunitário, dimensão, rendibilidade do ativo, tangibilidade, rendibilidade do capital próprio, taxa efetiva de imposto e código das atividades económicas, respetivamente. O “i” é referente às empresas, enquanto o “t” identifica os períodos de tempo. Por último, “ μ ” calcula a heterogeneidade não observável e “ $\varepsilon_{i,t}$ ” o termo de erro.

CAPÍTULO IV – APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste capítulo, expõem-se os dados da estatística descritiva sobre as variáveis utilizadas, assim como a respetiva análise de correlação. Adicionalmente, apresentam-se os principais resultados das regressões efetuadas, assim como as análises de robustez para as subamostras, para além de se analisarem as hipóteses formuladas e de se discutir os resultados obtidos.

4.1. Estatísticas descritivas

Na tabela abaixo, apresentam-se a média, desvio-padrão, mínimo e máximo para as variáveis dependentes e independentes da amostra de 1.184 empresas no período em análise (2010 a 2020).

Tabela 6 – Estatísticas Descritivas

Variáveis	N.º de observações	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
ET	13022	64%	38%	5%	262%
ECP	13011	45%	32%	2%	184%
ELP	13011	19%	23%	0%	111%
NIMC	12998	10%	25%	0%	100%
NIMEC	12998	5%	19%	0%	100%
DIM	13011	6,25	1,31	3,49	10,12
TANG	13011	22%	21%	0%	86%
ROA	13011	2%	11%	-53%	30%
ROE	13016	6%	64%	-399%	269%

ET: Endividamento Total; ECP: Endividamento Curto Prazo; ELP: Endividamento Longo Prazo; VNMC: Vendas Mercado Comunitário; VNMEC: Vendas Mercado Extracomunitário; NI: Nível Internacionalização; NIMC: Nível Internacionalização Mercado Comunitário; NIMEC: Nível Internacionalização Mercado Extra Comunitário; DIM: Dimensão; TANG: Tangibilidade; ROA: Rendibilidade dos Ativos; ROE: Retorno sobre o Património Líquido

As variáveis Taxa Efetiva de Imposto e CAE, por não variarem ao longo do período da amostra, não são incluídas nesta tabela.

Fonte: STATA

Relativamente às variáveis dependentes, e consoante a análise realizada, é possível concluir que, para as empresas da amostra, tem-se uma média de 64% de endividamento, um mínimo de 5% e um máximo de 262%. Também é possível verificar

que as empresas utilizam preferencialmente a dívida a curto prazo (45%) relativamente à dívida de longo prazo (19%)¹⁸.

Observando o nível de internacionalização, pode-se dizer que existem empresas que não são internacionalizadas, dado que o mínimo apresenta o valor de 0%. Além disso, os resultados demonstram que a internacionalização para o mercado comunitário (10%) tem o dobro do peso comparativamente à internacionalização para o mercado extracomunitário (5%)¹⁹.

Adicionalmente, confirma-se que praticamente todas as variáveis apresentam uma volatilidade elevada, dado que o valor do desvio padrão é superior à sua média. As únicas exceções são a dimensão e a tangibilidade.

4.2. Análise das correlações

Na tabela 7, apresenta-se a análise das correlações, cujo foco é analisar qual o nível de correlação entre as variáveis do modelo de regressão.

¹⁸ Em pelo menos um dos anos (entre 2010 e 2020), existem 2 empresas cuja percentagem de endividamento é igual a zero. Adicionalmente, existem outras 4 empresas cuja percentagem não ultrapassou o 1% de endividamento.

¹⁹ Em 2010, cerca de 850 (72%) das empresas da amostra não registaram vendas para o mercado comunitário; em 2020, esse número diminuiu para 460 (39%). Em contrapartida, em 2010, o número de empresas sem vendas para o mercado extracomunitário era 967 (82%), tendo diminuído para 838 (71%) em 2020.

Tabela 7 – Matriz de Correlação

	ET	ECP	ELP	NIMC	NIMEC	DIM	ROA	ROE	TANG
ET	1								
ECP	0.7458	1							
ELP	0.4470	- 0.2299*	1						
NIMC	- 0.1047*	- 0.0959*	- 0.0492*	1					
NIMEC	- 0.0058	0.0113	- 0.0182	- 0.0529*	1				
DIM	- 0.1648*	- 0.0586*	- 0.1384*	- 0.1295*	0.1207*	1			
ROA	- 0.4484*	- 0.3170*	- 0.2246*	0.0929*	0.00790	0.1227*	1		
ROE	0.0143	0.00750	0.00830	0.0375*	0.00100	- 0.00900	0.1918*	1	
TANG	0.1507*	0.0987	0.1172*	- 0.2680*	- 0.1484*	- 0.00200	0.1381*	- 0.0424*	1

NI: Nível Internacionalização; NIMC: Nível Internacionalização Mercado Comunitário; NIMEC: Nível Internacionalização Mercado Extracomunitário; DIM: Dimensão; TANG: Tangibilidade; ROA: Rendibilidade dos Ativos

As variáveis Taxa Efetiva de Imposto e CAE, por não variarem ao longo do período da amostra, não são incluídas nesta tabela.

Fonte: STATA

Pela análise da tabela, verifica-se que não são detetados níveis altos de correlação entre as variáveis, pelo que não se registam problemas de multicolinearidade para a amostra e no período selecionado. A correlação mais elevada é de 74,58% (entre o endividamento de curto prazo e o endividamento total). Os restantes valores são inferiores a 50%.

Relativamente ao nível de internacionalização para o mercado comunitário e o mercado extracomunitário, salientam-se as correlações entre estas variáveis e as variáveis dimensão e tangibilidade – para o mercado comunitário, ambas as correlações apresentam um sinal negativo; contudo, para o mercado extracomunitário, apesar de a tangibilidade se encontrar negativamente correlacionada, a relação com a dimensão apresenta um sinal positivo. Tal sugere que empresas com maior dimensão apostam mais nas exportações para o mercado extracomunitário.

4.3. Resultados da análise de regressão

4.3.1 Amostra global

Tendo em conta os resultados obtidos na tabela abaixo, observa-se que as variáveis que se encontram positivamente correlacionadas com o endividamento total, de curto e de longo prazo são o nível de internacionalização para os mercados extracomunitários e a tangibilidade. Por sua vez, as variáveis com uma relação negativa são o nível de internacionalização para o mercado comunitário, a dimensão e a rentabilidade dos ativos. Contudo, é possível aceder a mais pormenores através de uma análise mais detalhada aos resultados de cada variável.

Tabela 8 – Resultados das Regressões pelo MEF²⁰ para o endividamento total (ET), de curto prazo (CP) e de longo prazo (LP)

Variáveis	ET		ECP		ELP	
NIMC	-0.0809*** (-5.45)		-0.0722*** (-5.68)		-0.0157* (-1.91)	
NIMEC		0.0613*** (4.08)		0.0461*** (3.12)		0.0183* (1.71)
DIM	-0.0333*** (-12.01)	-0.0309*** (-11.37)	-0.0061*** (-2.62)	-0.0039* (-1.71)	-0.0198*** (-12.14)	-0.0194*** (-12.11)
ROA	-1.4832*** (-29.17)	-1.4910*** (-29.27)	-0.9049*** (-22.85)	-0.9124*** (-22.98)	-0.4174*** (-14.60)	-0.4185*** (-14.66)
TANG	0.1381*** (9.40)	0.1632*** (11.08)	0.0639*** (4.68)	0.0854*** (6.28)	0.0892*** (8.34)	0.0947*** (8.94)
Constant	0.8924*** (42.67)	0.8696*** (42.40)	0.5398*** (29.98)	0.5191*** (29.50)	0.2962*** (23.04)	0.2920*** (23.07)
R²	0.230	0.229	0.120	0.118	0.071	0.071
*Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 10% (p value) ** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 5% (p value) *** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 1% (p value) Valores entre parênteses referem-se ao desvio padrão						
NI: Nível Internacionalização; NIMC: Nível Internacionalização Mercado Comunitário; NIMEC: Nível Internacionalização Mercado Extracomunitário; DIM: Dimensão; TANG: Tangibilidade; ROA: Rentabilidade dos Ativos. A variável ROE foi expurgada pelo <i>software</i> STATA da análise de regressão devido à elevada correlação com a variável ROA.						

Fonte: STATA

²⁰ As variáveis Taxa Efetiva de Imposto e CAE, por não variarem ao longo do período da amostra, são excluídas das regressões.

Em relação à variável nível de internacionalização para o mercado comunitário, os resultados das regressões indicam que a variável está negativamente correlacionada com todos os níveis de endividamento. Este resultado significa que à medida que o nível de internacionalização para o mercado comunitário aumenta, o rácio de endividamento diminui para todos os prazos, mantendo-se tudo o resto constante. Concretamente, observa-se que se o nível de internacionalização para a UE aumentar 1 ponto percentual, *ceteris paribus*, então o nível de endividamento total desce 8,09 pontos percentuais. Assim, rejeita-se a hipótese 1, que previa a existência de uma relação positiva entre as duas variáveis. Tendo em conta a proximidade geográfica, cultural e institucional relativamente ao mercado comunitário, pode-se admitir que o nível de exigência e endividamento seja menor comparativamente à exportação para mercados mais longínquos (por exemplo, Estados Unidos da América), pelo que as empresas não sentem a necessidade de contrair endividamento novo. Além disso, as empresas podem tirar proveito deste desenvolvimento para criarem economias de escala. Os resultados de Burgman (1996), Chiang e Chen (2008) e Albaity e Chuan (2013) validam as evidências da Tabela 8, dado que os seus trabalhos também destacam a existência de uma relação negativa entre a atuação internacional das empresas (maioritariamente multinacionais) e o seu rácio de endividamento. Burgman (1996) pensa que esta relação negativa se deve aos custos de agência, tendo também desvendado a existência de uma relação negativa entre a alavancagem e os custos de monitorização – deduz-se que ao expandir para um maior número de países, os custos de monitorização vão gradualmente aumentando, até atingirem valores elevados. Chiang e Chen (2008) aludem à combinação da rendibilidade e dos custos de agência mais elevados, que excedem os custos de falência mais baixos (graças aos menores riscos de negócio e de taxa de câmbio). Albaity e Chuan (2013) apontam que a explicação se encontra na Teoria de *Pecking Order* – ao seleccionar a estratégia de diversificação internacional, as empresas conseguem aceder a economias de escala, novos mercados e distribuir o risco empresarial, conseguindo assim diminuir o nível de endividamento. Como tal, aumentam não só a sua rendibilidade como o seu volume de vendas no estrangeiro, pelo que se pensa que, numa primeira fase, utilizam os seus lucros retidos para os seus investimentos, ao invés de aumentarem o rácio de endividamento.

Por sua vez, os resultados da variável nível de internacionalização para o mercado extracomunitário revelam relações positivas com todos os níveis de endividamento.

Concretamente, observa-se que se o nível de internacionalização extra UE aumentar 1 ponto percentual, *ceteris paribus*, então o nível de endividamento total sobe 6,13 pontos percentuais. Assim, conclui-se que à medida que o nível de internacionalização para os mercados extracomunitários aumenta, *ceteris paribus*, as empresas da amostra utilizam um maior rácio de endividamento. Perante isto, rejeita-se a hipótese 2, que previa uma relação negativa entre as duas variáveis. Apesar disso, estes resultados sustentam as descobertas de outros autores, nomeadamente Chkir e Cosset (2001) e Singh e Nejadmalayeri (2004), que evidenciam uma relação positiva entre a diversificação internacional e o grau de alavancagem. Para além de admitirem que uma maior utilização da dívida reduz o custo global do capital, Singh e Nejadmalayeri (2004) também assumem que as empresas utilizam a dívida como um instrumento de cobertura contra os riscos que surgem da decisão de contrair dívida nos mercados de destino (protegendo-se, por exemplo, contra o risco político e o risco cambial).

Relativamente à variável dimensão, e considerando os seus resultados (relação negativa e estatisticamente significativa com o endividamento), depreende-se que um aumento na dimensão das empresas comerciais portuguesas está associado, em média, a um menor nível de endividamento. Este resultado corrobora as investigações de Titman e Wessels (1998), assim como de Silva e Lopes (2018), que assumem que um aumento da dimensão das empresas exportadoras desencadeia, como seria de esperar, um aumento no seu volume de exportações. Como tal, assiste-se a uma diminuição do seu rácio de endividamento, dado que começam a utilizar o capital oriundo das suas receitas.

Quanto à rendibilidade dos ativos, que se encontra negativamente correlacionada com todos os níveis de endividamento (sendo estatisticamente significativa em todos), pode-se concluir que um aumento na rendibilidade dos ativos das empresas comerciais exportadoras portuguesas resulta numa menor utilização do capital alheio, *ceteris paribus*. Este resultado coaduna-se com a maior parte dos estudos empíricos existentes, como Titman e Wessels (1988), Chkir e Cosset (2001), Caetano (2011), Albaity e Chuan (2013), Franco (2017), Santos et al. (2018) e Silva e Lopes (2018). Além disso, este resultado confirma o pressuposto pela Teoria de *Pecking Order* (no qual as empresas mais rentáveis utilizam, como fonte de financiamento primário das suas atividades, os seus *cash flows* gerados e, apenas em caso necessário, capital alheio numa fase posterior).

Sobre a variável tangibilidade dos ativos, que se correlaciona positivamente e é estatisticamente significativa para todos os níveis de endividamento, pode-se concluir que

um aumento na tangibilidade dos ativos das empresas comerciais portuguesas leva a um aumento da utilização de capital alheio. Isto assegura o pressuposto defendido pela Teoria *Trade-Off*: as empresas com um maior número de ativos tangíveis são mais prováveis de conseguir empréstimos, dado que estes são considerados como uma garantia para os credores (resultando ainda na diminuição dos custos de agência e do risco de insolvência). Esta evidência vai ao encontro dos resultados obtidos por Singh e Nejadmalayeri (2004), Mittoo e Zhang (2008) e Albaity e Chuan (2013).

4.3.2. Análise de robustez

Numa fase seguinte da análise empírica, repetiram-se as regressões, mas agora em 2 subamostras:

- A primeira subamostra pretende verificar se a época de crise teve influência no endividamento das empresas portuguesas; como tal, faz-se a distinção entre o período de crise (2010 a 2014) e pós-crise (2015 a 2020);
- A segunda subamostra utiliza o critério da mediana da dimensão de todas as empresas da amostra para distinguir a dimensão das empresas (as empresas de maior dimensão encontram-se acima da mediana, enquanto as empresas de menor dimensão se encontram abaixo da mediana).

O principal objetivo é verificar se, ao repetir as regressões com subamostras, se observa alguma alteração significativa nos resultados. Assim, e de forma semelhante às regressões anteriores, utilizou-se o modelo MEF para testar as duas subamostras relativas à variável endividamento total.

Tabela 9 – Resultados das Regressões pelo MEF nos períodos de crise e de pós-crise

Variáveis	ET			
	Crise		Pós-crise	
NIMC	-0.0449* (-1.84)		-0.0976*** (-5.23)	
NIMEC		0.0922*** (4.05)		0.0447** (2.28)
DIM	-0.0313*** (-7.96)	-0.0311*** (-7.88)	-0.0342*** (-9.21)	-0.0307*** (-8.48)
ROA	-1.4692*** (-19.08)	-1.4742*** (-19.08)	-1.4940*** (-22.25)	-1.5058*** (-22.38)
TANG	0.1411*** (6.51)	0.1577*** (7.35)	0.1377*** (6.98)	0.1681*** (8.45)
Constant	0.8706*** (29.80)	0.8627*** (29.67)	0.8933*** (32.78)	0.8641*** (32.67)
R²	0.260	0.262	0.211	0.208
*Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 10% (p value) ** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 5% (p value) *** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 1% (p value) Valores entre parênteses referem-se ao desvio padrão				
NI: Nível Internacionalização; NIMC: Nível Internacionalização Mercado Comunitário; NIMEC: Nível Internacionalização Mercado Extracomunitário; DIM: Dimensão; TANG: Tangibilidade; ROA: Rendibilidade dos Ativos				

Fonte: STATA

Ao analisar os resultados da primeira subamostra (presentes na tabela 9), pode-se concluir que são bastante semelhantes aos obtidos para a amostra global e para a mesma variável dependente, endividamento total. Relativamente à variável nível de internacionalização para o mercado comunitário, destaca-se o facto de que o sinal da variável permanece igual nos dois subperíodos, para além de ser igual ao sinal obtido na amostra global. Um aumento de 1 ponto percentual do nível de internacionalização para os mercados comunitários, *ceteris paribus*, resulta na diminuição do rácio de endividamento em 4,49 pontos percentuais, no período de crise. Por sua vez, no pós-crise, a relação torna-se mais forte, pois um aumento de 1 ponto percentual no nível de internacionalização, *ceteris paribus*, causa uma diminuição de 9,76 pontos percentuais no rácio de endividamento. Tendo isto em consideração, a hipótese 1, que previa a existência de uma relação positiva entre as duas variáveis, também é rejeitada nesta análise de

robustez. Tal como na regressão anterior, estes resultados corroboram as descobertas de Burgman (1996), Chiang e Chen (2008) e Albaity e Chuan (2013).

Por sua vez, a variável nível de internacionalização para os mercados extracomunitários encontra-se positivamente relacionada com o endividamento, sendo possível destacar que esta relação era mais forte no período de crise. Um aumento de 1 ponto percentual na exportação para os mercados extracomunitários, *ceteris paribus*, resulta num aumento de 9,22 pontos percentuais no rácio de endividamento, durante o período de crise; no pós-crise, o aumento de 1 ponto percentual no nível de internacionalização para os mercados extracomunitários, *ceteris paribus*, resulta num aumento de 4,47 pontos percentuais no rácio de endividamento. Deste modo, a hipótese 2, que previa uma relação negativa entre as duas variáveis, é rejeitada, dado que um aumento no nível de internacionalização para os mercados fora de UE resulta num aumento do endividamento das empresas. Similarmente à regressão anterior, as descobertas de Chkir e Cosset (2001) e de Singh e Nejadmalayeri (2004) também se confirmam com estes resultados.

A variável dimensão apresenta um sinal negativo com o endividamento para ambos os subperíodos, tal como o resultado obtido na amostra global. Assim sendo, também se confirma que vai ao encontro das evidências de Titman e Wessels (1988) e de Silva e Lopes (2018). Ao aumentarem a sua dimensão, as empresas comerciais exportadoras portuguesas diminuem os seus rácios de endividamento, sendo este efeito ligeiramente mais forte no pós-crise.

A rendibilidade dos ativos permanece negativamente correlacionada (com relações estatisticamente significativas) com o endividamento, em ambos os períodos, corroborando assim os trabalhos de Titman e Wessels (1988), Chkir e Cosset (2001), Caetano (2011), Albaity e Chuan (2013), Franco (2017), Santos et al. (2018) e Silva e Lopes (2018). Contudo, é de notar que a relação se pronuncia mais no pós-crise.

A variável tangibilidade apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa com o endividamento, sendo igual ao resultado obtido na amostra global. Portanto, o pressuposto da Teoria *Trade-Off* assim como os resultados obtidos por Singh e Nejadmalayeri (2004), Mittoo e Zhang (2008) e Albaity e Chuan (2013) são validados por estas evidências.

Atentando nos resultados da segunda subamostra (apresentados na tabela abaixo), pode-se dizer que existem algumas diferenças relativamente às regressões anteriores.

Tabela 10 – Resultados das Regressões pelo MEF para as empresas acima e abaixo da mediana

Variáveis	ET			
	Acima da mediana (da dimensão)		Abaixo da mediana (da dimensão)	
NIMC	-0.0531*** (-2.72)		-0.0757*** (-3.71)	
NIMEC		0.0835*** (5.75)		-0.0711* (-1.92)
DIM	0.0157*** (4.83)	0.0152*** (4.69)	-0.1260*** (-13.00)	-0.1244*** (-12.91)
ROA	-1.4674*** (-20.27)	-1.4712*** (-20.33)	-1.3866*** (-23.06)	-1.3941*** (-23.20)
TANG	0.0899*** (5.35)	0.1122*** (6.58)	0.2099*** (9.30)	0.2268*** (10.12)
Constant	0.5654*** (21.65)	0.5601*** (21.49)	1.3925*** (26.46)	1.3817*** (26.44)
R²	0.177	0.180	0.267	0.266
*Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 10% (p value) ** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 5% (p value) *** Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 1% (p value) Valores entre parenteses referem-se ao desvio padrão				
NI: Nível Internacionalização; NIMC: Nível Internacionalização Mercado Comunitário; NIMEC: Nível Internacionalização Mercado Extracomunitário; DIM: Dimensão; TANG: Tangibilidade; ROA: Rendibilidade dos Ativos				

Fonte: STATA

No que toca à variável nível de internacionalização para o mercado comunitário, os resultados são iguais aos das regressões anteriores: independentemente da dimensão das empresas, a relação da variável com o nível de endividamento é negativa e estatisticamente significativa, sendo ligeiramente mais forte para as empresas de menor dimensão. Deste modo, um aumento de 1 ponto percentual do nível de internacionalização para os mercados europeus origina, *ceteris paribus*, uma redução de 5,31 pontos percentuais do nível de endividamento das empresas acima da mediana, enquanto para as empresas abaixo da mediana, a redução é de 7,57 pontos percentuais.

Assim, um aumento do nível de internacionalização para os mercados da UE desencadeia uma redução da utilização de capital alheio nas empresas comerciais portuguesas, independentemente da sua dimensão. Tendo isto em consideração, a hipótese 1, que previa a existência de uma relação positiva entre as duas variáveis, também é rejeitada nesta análise de robustez, sendo possível assumir que a dimensão das empresas não é um fator muito diferenciador. Como tal, e de forma semelhante aos resultados da amostra global e da subamostra acima, os resultados confirmam os trabalhos de Burgman (1996), Chiang e Chen (2008) e ainda Albaity e Chuan (2013).

De seguida, tem-se a variável nível de internacionalização para os mercados extracomunitários, cujos resultados demonstram a existência de uma relação positiva entre esta variável e o endividamento, para as empresas de maior dimensão - um aumento de 1 ponto percentual no nível de internacionalização para os mercados extracomunitários, *ceteris paribus*, resulta num aumento do rácio de endividamento em 8,35 pontos percentuais para as empresas acima da mediana. Tal como na amostra global e na análise de robustez acima, este resultado vai ao encontro dos resultados das evidências encontradas por Chkir e Cosset (2001) e ainda Singh e Nejadmalayeri (2004).

Contudo, para as empresas de menor dimensão, observa-se que a relação entre as variáveis apresenta um sinal negativo - um aumento de 1 ponto percentual no nível de internacionalização para os mercados extracomunitários conduz a uma redução do rácio de endividamento em 7,11 pontos percentuais, *ceteris paribus*. Neste caso, a hipótese de partida 2, que previa uma relação negativa entre as duas variáveis, é validada para as empresas de menor dimensão. Este resultado corrobora as descobertas de Martins (2021), que validou o efeito *Downstream* para as PME na dívida de longo prazo. Low e Chen (2004), assim como Mittoo e Zhang (2010) encontraram resultados semelhantes para as empresas americanas e canadianas, respetivamente. Os autores admitem que esta relação negativa pode dever-se ao aumento do risco de negócio, assim como às incertezas inerentes aos mercados globais, fazendo ainda alusão ao aumento dos custos de agência, aos riscos políticos e às trocas cambiais.

A variável dimensão apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa com o endividamento, relativamente às empresas de maior dimensão. Contrariando as regressões anteriores, tem-se que um aumento de dimensão nas empresas acima da mediana traduz-se num aumento do seu rácio de endividamento. Especula-se assim que, por serem mais estáveis e com uma maior diversificação de risco, as empresas

de maior dimensão têm um menor risco de insucesso, o que lhes possibilita um acesso mais fácil a capital alheio com um custo reduzido – como presumido pela Teoria de *Trade-Off*. Estes resultados sustentam os resultados obtidos por Low e Chen (2004), Singh e Nejadmalayeri (2004), Mittoo e Zhang (2008), Saito e Hiramoto (2010), Caetano (2011) e ainda Santos et al. (2018). Contudo, existe uma relação negativa entre esta variável e o endividamento para as empresas de menor dimensão, o que indica que um aumento da dimensão nas empresas abaixo da mediana resulta numa diminuição da utilização de capital alheio. Tal como na amostra global e na subamostra acima apresentada, os resultados comprovam os trabalhos de Titman e Wessels (1988) e de Silva e Lopes (2018).

A variável rendibilidade dos ativos encontra-se negativamente correlacionada com o nível de endividamento, tanto para as empresas abaixo como acima da mediana. Estes resultados vão ao encontro dos obtidos na subamostra anterior, assim como aos obtidos na amostra global, comprovando assim os resultados obtidos por Titman e Wessels (1988), Chkir e Cosset (2001), Caetano (2011), Albaity e Chuan (2013), Franco (2017), Santos et al. (2018) e Silva e Lopes (2018).

Por último, os resultados da variável tangibilidade dos ativos assemelham-se aos resultados das regressões anteriores, dado que as relações demonstram ser estatisticamente significativas e positivamente correlacionadas com o endividamento para ambos os tipos de empresas. Como tal, confirmam-se os resultados obtidos por Singh e Nejadmalayeri (2004), Mittoo e Zhang (2008) e Albaity e Chuan (2013), de acordo com o pressuposto pela Teoria de *Trade-Off*.

A estrutura de capital é um dos temas mais debatidos e pertinentes nas finanças empresariais, contando já com mais de 60 anos de investigações. Durante este período, surgiram variadas teorias e estudos, cujo foco se centrou, numa primeira fase, nas empresas internacionais e, posteriormente, também nas PME.

Atendendo à literatura existente sobre a estrutura de capital empresarial, verifica-se uma certa lacuna relativamente à existência de estudos empíricos que abordem o impacto da internacionalização sobre a estrutura de capital das empresas. À semelhança do panorama internacional, em Portugal também se verifica uma escassez de estudos sobre o subtema referido.

Assim, o objetivo principal desta dissertação passou pela identificação do tipo de relação existente entre a internacionalização e a estrutura de capital das empresas comerciais exportadoras portuguesas e mais concretamente em se testar a validade da hipótese *Upstream-Downstream*. Para efeito desta investigação, considerou-se um painel não balanceado de 1.184 empresas comerciais exportadoras portuguesas, obtida da base de dados SABI, cujos dados foram analisados durante um período de 11 anos (2010 a 2020) e às quais se aplicou o modelo de regressão de efeito fixos.

De acordo com os resultados obtidos, pode-se dizer que, relativamente à amostra global, ambas as hipóteses foram rejeitadas: quando as empresas comerciais exportadoras portuguesas exportam para os mercados comunitários, o seu rácio de endividamento diminui e, por sua vez, ao exportarem para os mercados extracomunitários, o seu rácio de endividamento aumenta. Assim, observa-se que as evidências contrariam o sugerido pela hipótese de Kwok e Reeb (2000). Os mesmos resultados foram, em termos globais, encontrados em duas análises de robustez realizadas ao dividir a amostra global por 2 períodos temporais distintos e por grandes e pequenas empresas. A única situação diferenciada foi detetada na análise de robustez realizada à segunda subamostra (que distingue a dimensão das empresas), onde se observa que o efeito *Downstream* é válido, mas apenas para as empresas de menor dimensão. Por fim, atentando nas restantes variáveis independentes, todas elas influenciam as variáveis dependentes: a dimensão e a rendibilidade dos ativos correlacionam-se negativamente com o endividamento, e a tangibilidade dos ativos encontra-se positivamente relacionada com o endividamento.

Como recorrente no desenvolvimento de um estudo científico, surgiram algumas limitações ao longo da realização desta investigação. A combinação de dados, tanto

quantitativos como qualitativos seria benéfica, uma vez que permitiria o acesso a mais variáveis explicativas eventualmente relevantes, nomeadamente a qualidade da gestão, as características organizacionais (tipo de estrutura empresarial, cultura organizacional, qualidades dos acionistas e gestores), o tipo de empresa e ainda a concentração de capital. Além disso, com a base de dados disponível, não foi possível testar as hipóteses de partida, considerando que não era exequível a divisão das exportações entre países com maior/menor risco médio comparativamente a Portugal, visto que a base de dados de exportações apenas está desagregada entre mercados comunitários e extracomunitários, e não país por país.

Como respostas às limitações impostas ao longo desta dissertação, seria relevante para futuras investigações a formulação de um inquérito e a realização de uma série de entrevistas às empresas comerciais exportadoras portuguesas. Desta forma, a conciliação de dados quantitativos com dados qualitativos permitiria encontrar uma explicação para os coeficientes inesperados obtidos nas regressões realizadas nesta investigação e, dessa forma, analisar mais detalhadamente as razões pelas quais as empresas comerciais exportadoras portuguesas contrariam a hipótese *Upstream-Downstream*. Adicionalmente, uma verificação sobre o comportamento mais ou menos idêntico em empresas de outros setores seria um bom complemento ao entendimento das dinâmicas deste tópico. Além disso, considera-se como boas futuras abordagens a verificação da existência de relações não lineares entre as variáveis nível de internacionalização e endividamento, bem como a utilização de dados sobre a diversificação da internacionalização de cada empresa através do número de produtos exportados e do número de mercados de destino.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Albaity, M., & Chuan, A. H. (2013). Internationalization and Capital Structure: Evidence from Malaysian Manufacturing Firms. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2), 329-342. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v5i2.4533>
- Antunes, J. (2008). O capital próprio. Ordem dos Contabilistas Certificados. Retirado de <https://www.occ.pt/fotos/editor2/JornaldeNegocios26Maio.pdf>
- Banco de Portugal (2015). Análise das Empresas do Setor Exportador em Portugal. Estudos da Central de Balanços 22, Junho. Retirado de https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudos%20da%20cb_22_2015.pdf
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 39(3), 857–878. <https://doi.org/10.2307/2327950>
- Burgman, T. A. (1996). An Empirical Examination of Multinational Corporate Capital Structure. *Journal of International Business Studies*, 27(3), 553-570. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490143>
- Caetano, A. C. C. (2011). *Decisões da estrutura de capitais das PME da Beira Interior: teoria do Trade-off versus teoria da Pecking Order* (Dissertação de mestrado, Universidade da Beira Interior). uBibliorum Repositório Digital da UBI. https://ubibliorum.ubi.pt/bitstream/10400.6/3013/1/Decis%C3%B5es%20de%20Estrutura%20de%20Capital%20das%20PME%20da%20Beira%20Interior_Teor%20ia%20do%20trade-off%20versus%20teoria%20da%20p.pdf
- Chen, C. J. P., Cheng, C., He, J., & Kim, J. (1997). An Investigation of the Relationship between International Activities and Capital Structure. *Journal of International Business Studies*, 28(3), 563-577. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490111>
- Chkir, I. E., & Cosset, J. C. (2001). Diversification strategy and capital structure of multinational corporations. *Journal of Multinational Financial Management*, 11(1), 17-37. [https://doi.org/10.1016/S1042-444X\(00\)00040-2](https://doi.org/10.1016/S1042-444X(00)00040-2)

- Chiang, Y. C., & Chen, S. W. (2008). The relationship between internationalization and capital structures of Taiwan firms. *The International Journal of Business and Finance Research*, 2(1), 1-12. <http://dx.doi.org/10.5539/ibr.v5n1p164>
- Doukas, J. A., & Pantzalis, C. (2003). Geographic diversification and agency costs of debt of multinational firms. *Journal of Corporate Finance*, 9(1), 59-92. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00056-6](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00056-6)
- Durand, D. (1952) Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. Conference on Research in Business Finance (pp. 215-262). NBER. Retirado de <https://www.nber.org/system/files/chapters/c4790/c4790.pdf>
- Faustino, D. P. (2014). *Efeitos da internacionalização da estrutura de capital: Lusiaves*. (Dissertação de mestrado, Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial, Universidade de Aveiro). Repositório Institucional da Universidade de Aveiro. <https://ria.ua.pt/bitstream/10773/15236/1/Efeitos%20da%20internacionaliza%3%a7%3%a3o%20na%20estrutura%20de%20capital.pdf>
- Ferguson, C. E., Gould, J. P. (1989). *Teoría Microeconómica*. Fondo de Cultura Economica.
- Ferreira, A. M. P. (2021). *Análise da estrutura de endividamento de PME Portuguesas: O caso específico do setor da construção* (Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico de Leiria. Escola Superior de Tecnologia e Gestão). Repositório Institucional de Informação Científica do Instituto Politécnico de Leiria. https://iconline.ipleiria.pt/bitstream/10400.8/5551/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o_com_corre%C3%A7%C3%B5es_formais.pdf
- Franco, S. M. D. C. L. C. (2017). *As estruturas de capital nas empresas exportadoras em Portugal* (Dissertação de mestrado, Escola Superior de Ciências Empresariais, Setúbal, Instituto Politécnico de Setúbal). Repositório Comum – Instituto Politécnico de Setúbal.

[https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/19756/1/Disserta%
%20de%20mestrado.pdf](https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/19756/1/Disserta%c3%a7%c3%a3o%20de%20mestrado.pdf)

Garnacho, A. D. D. C. (2013). *Determinantes da rentabilidade dos capitais próprios de empresas do índice Euronext 100* (Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico de Bragança). Biblioteca Digital do IPB. https://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/9268/1/Garnacho_Ariana.pdf

Hausman, J. A. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251–1271. <https://doi.org/10.2307/1913827>

Informa Business by Data (Junho 2020). Empresas Exportadoras em Portugal. *Retrato do Tecido Empresarial*, 4.^a edição. Retirado de <https://biblioteca.informadb.pt/save/document.aspx?id=2626>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94043>

Kraus, A. & Litzenger, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28 (4), 911–922. <https://doi.org/10.2307/2978343>

Kwok, C. C., & Reeb, D. M. (2000). Internationalization and firm risk: An upstream-downstream hypothesis. *Journal of International Business Studies*, 31(4), 611–629. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490925>

Lee, K. C., & Kwok, C. C. (1988). Multinational corporations vs. domestic corporations: International environmental factors and determinants of capital structure. *Journal of International Business Studies*, 19(2), 195–217. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490381>

Lopes, C. (2015). *Os determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Exportadoras Portuguesas*. (Dissertação de mestrado, Escola Superior de Estudos Industriais e

- de Gestão, Instituto Politécnico do Porto). Repositório Científico do Instituto Politécnico do Porto.
https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/5785/1/DM_CatiaLopes_2015.pdf
- Low, P. Y., & Chen, K. H. (2004). Diversification and capital structure: Some international evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 23(1), 55-71. <https://doi.org/10.1023/B:REQU.0000037064.15144.04>
- Matos, J. A. S. (2016). O impacto da internacionalização no desempenho financeiro das PME's portuguesas exportadoras (Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico de Leiria). Repositório Institucional de Informação Científica do Instituto Politécnico de Leiria.
<https://iconline.ipleiria.pt/bitstream/10400.8/2337/1/J%c3%a9ssica%20Alexandra%20Silva%20Matos-Mestrado%20em%20Gest%c3%a3o.pdf>
- Martins, J. V. L. (2021). *Relação entre a internacionalização e a estrutura de capital das empresas portuguesas* (Dissertação de mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto). Repositório Científico do Instituto Politécnico do Porto.
https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/19595/1/Joanna_Martins_MEI_2021.pdf
- Mittoo, U. R., & Zhang, Z. (2008). The capital structure of multinational corporations: Canadian versus US evidence. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 706-720. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.09.012>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. Retirado de <http://www.jstor.org/stable/1809766>

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. Retirado de <http://www.jstor.org/stable/1809167>
- Monteiro, V. F. M. (2016). *Internacionalização: estudo multi-caso: PME do setor das tecnologias de informação, comunicação e eletrónica: Portugal 2020*. (Dissertação de mestrado, Escola Superior de Ciências Empresariais, Instituto Politécnico de Setúbal). Repositório Comum – Instituto Politécnico de Setúbal. https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/17610/1/Vanessa_Monteiro_Disserta%C3%A7%C3%A3o_Mestrado.pdf
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574- 592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers S. C., Majluf N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13(2), p. 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Pacheco, L. (2016). Capital structure and internationalization: The case of Portuguese industrial SMEs. *Research in International Business and Finance*, 38, 531-545. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.014>
- Ribeiro, R. B., Pereira, V. S., & Ribeiro, K. C. D. S. (2017). Estrutura de Capital, Internacionalização e Países de Destino de Empresas Brasileiras: Uma Análise da Hipótese Upstream-Downstream. *BBR. Brazilian Business Review*, 14, 575-591. <https://doi.org/10.15728/bbr.2017.14.6.2>
- Saito, R., Hiramoto, E. (2010). Foreign activity effects and capital structure: Brazilian evidence. *Academia. Revista Latinoamericana de Administración*, (45), 59-75. <https://doi.org/10.15728/bbr.2017.14.6.2>
- Santos, F. F. (2018). Importância da informação no mercado de capitais. *Revista de Direito das Sociedades*, 10(2), 363-393. Retirado de

<http://www.revistadedireitodassociedades.pt/artigos/importancia-da-informacao-no-mercado-de-capitais>

Santos, D., de Oliveira, J. G., & Avelino, B. C. (2019). Estrutura de Capital e Teorias do Trade-Off e Pecking Order: Uma análise das Empresas Componentes do Índice IBRX-100. Congresso UFSC de Controladoria e Finanças. Retirado de <https://conferencias.ufsc.br/index.php/cconfi/ed2018/paper/view/1570/1001>

Silva, A. N., & Lopes, C. O. (2018). Determinantes da Estrutura de Capital em Empresas Industriais Exportadoras Portuguesas. *Egitania Scientia*, 1(22), 75-93. <https://doi.org/10.46691/es.v1i22202>

Singh, M., & Nejadmalayeri, A. (2004). Internationalization, capital structure, and cost of capital: evidence from French corporations. *Journal of multinational financial management*, 14(2), 153-169. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2003.07.003>

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19. <https://doi.org/10.2307/2328319>

Welch, L. S., & Luostarinen, R. (1988). Internationalization: Evolution of a concept. *Journal of General Management*, 14(2), 34-55. <https://doi.org/10.1177/030630708801400203>

Westwood, J. (2013). *Iniciação à Exportação*. Actual Editora.

White, H. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity. *Econometrica*, 48(4), 817–838. <https://doi.org/10.2307/1912934>