



Júlio Zeferino Paulo Nsiandambo **Investimento e Situação Financeira das Empresas Portuguesas Exportadoras**

Impacto que a Situação Financeira tem na tomada de Decisão do Investimento das Empresas Portuguesas.

Dissertação/Trabalho de Projeto/Relatório de Estágio submetida como requisito parcial para obtenção do grau de **Mestre em Contabilidade e Finanças**

Júri

Presidente (Prof^a Adjunta, Ana Bela Teixeira, Instituto Politécnico de Setúbal)

Orientador (Prof Adjunto, Nuno M.D Teixeira, Instituto Politécnico de Setúbal)

Vogal (Prof Adjunto, Carlos Mata, Instituto Politécnico de Setúbal)

Janeiro, 2018

Investimento e situação financeira das empresas portuguesas
Análise da situação financeira e as suas decisões de investimento

Dedicatória

Dedico este mestrado aos meus pais (Nzonzilo Baptista e Nsimba Madalena), que dignamente me apresentaram à importância da família e ao caminho da honestidade e persistência, à minha irmã pela sua boa disposição, paciência, e sobretudo pelas muitas peças que tocou ao piano acalmando e diluindo as minhas angústias e inspirando-me, aos meus amigos que me ajudaram a atingir mais este objetivo da minha vida, essencialmente aqueles que fizeram parte neste percurso académico.

Agradecimento

Em primeiro lugar, quero agradecer à Deus, pela força e coragem, que se traduziu em entusiasmo, energia, motivação e perseverança, mesmo quando passei por momentos menos bons.

Em segundo lugar, gostaria de agradecer aos meus Pais (Nzonzilo Baptista e Nsimba Madalena) pelo inefável amor que sempre me exibiram e da boa educação que os mesmo me transmitiram.

Tenho que relevar os meus sinceros agradecimentos ao Instituto Politécnico de Setúbal (ESCE), por me ter dado uma oportunidade de me ter formado em contabilidade e Finança e posteriormente pertencer a uma turma de mestrado em contabilidade e finança onde adquire mais conhecer através dos docentes.

Não deixar de agradecer ao meu orientador professor doutor Nuno Teixeira pelo seu apoio que me transmitiu de forma simples, humilde e honesta, pelo seu incansável ajuda, pela sua valiosa orientação deste trabalho, sugestões, aconselhamento, comentários, pela sua disponibilidade, estímulo e paciência. Não posso deixar de agradecer também pela construção da amizade desenvolvida ao longo deste trabalho.

Aos diversos professores que participaram na parte curricular do mestrado, pela informação e ensinamentos prestados, nas várias áreas lecionadas.

Finalmente, gostaria de agradecer aos meus amigos e colegas que me seguiram de perto nesta tarefa difícil, mas triunfante, essencialmente: Hesper Tavares da cunha, António Augusto Nkano, Leocádia Feliciano Jacinto Facatino, Américo Pinto Xirimimbi, Felisbela Domingo, Luís Victorino, Custodio Augusto Julião, Walter dos Santos Martins de Sousa e Vidal Miguel Paulo Nsiandambo.

Índice Geral

Resumo.....	viii
Abstrat.....	ix
1 Introdução.....	1
2 Revisão de literatura.....	2
2.1 Conceito de Investimento.	2
2.2 Decisão estratégica de investimento	3
2.3 Tipos de Projeto de Investimento.	4
2.4 Avaliação do projeto de investimento.	5
2.4.1 Valor Atual Líquido (VAL)	6
2.4.2 A taxa interna de rentabilidade (TIR)	7
2.4.3 Período e recuperação (<i>Payback</i>).....	8
2.4.4 Índice de Rendibilidade do Projetos (IRP).....	9
2.5 Decisão de financiamento.....	10
2.6 As fontes de financiamento.....	11
2.7 Teorias sobre estrutura de capital	13
2.8 A relação entre as decisões de investimento e a situação financeira das empresas	18
3 A Internacionalização das Empresas Portuguesas	20
4 Objetivos do Estudo e Hipóteses de Investigação.....	24
4.1 Metodologia de Investigação	25
4.2 Análise e Discussão dos dados obtidos.....	29
5 Conclusão.....	34
Referências Bibliográficas.....	36
Anexos.....	39

ÍNDICE DE TABELA

TABELA 1- FONTES DE FINANCIAMENTO UTILIZADAS EM PORTUGAL	13
TABELA 2- EVOLUÇÃO DAS EXPORTAÇÕES POR LOCALIZAÇÃO GEOGRÁFICA	21
TABELA 3 - PRINCIPAIS DESTINOS DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS.....	22
TABELA 4- MÉDIAS DAS VARIÁVEIS DAS EMPRESAS ESTUDADAS	27
TABELA 5- RESULTADOS DO MODELO DE REGRESSÃO ORIGINAL	30
TABELA 6- RESULTADOS DO MODELO DE REGRESSÃO COM DESVIOS-PADRÕES ROBUSTOS	32

ÍNDICE DE GRÁFICO

GRÁFICO 1 - RELAÇÃO ENTRE O VAL E A TIR.....	8
GRÁFICO 2 - EVOLUÇÃO DO VOLUME DE EXPORTAÇÕES POR REGIÃO- ANUAL	22
GRÁFICO 3- PRINCIPAIS PRODUTOS EXPORTADOS PELAS EMPRESAS PORTUGUESAS .	23

Lista de siglas e abreviaturas

A	Ativo
AIP	Associação Industrial Portuguesa
ALF	Associação Portuguesa de Leasing, Factoring e Renting
AICEP	Associação Internacional das Comunicações de Expressão Portuguesa
CF	Cash Flows
CF	Custo Financeiro
CFt	Cash Flows Atualizado
CP	Custo de Exploração do Projeto
CMPC	custo médio ponderado de capital
CA	Capital Alheio
CP	Capital Próprio
CIP	Confederação Empresarial de Portugal
INV	Nível de Investimento das Empresas
IP	Despesa de investimento no momento
IRP	Índice de Rendibilidade do Projetos
INE	Instituto Nacional Estatístico
J	Taxa de Juro
LOG	Logaritmo
NUTS	Nomenclatura de Unidades Territoriais para Estatísticos
MM	Modigliani e Miller
PIB	Produto Interno Bruto
ROI	Rendimento Operacional do Investimento
RP	Receitas de Exploração do Projeto
RO	Rendibilidade Operacional
ROA	Rendibilidade operacional do Ativo
RLP	Resultado Líquido do Período
RAI	Resultado Antes do Imposto
ROV	Rendibilidade Operacional das Vendas
RLV	Rendibilidade Líquida das Vendas
RAT	Rendibilidade do Capital Investido
RCP	Rendibilidade do Capital Próprio

SABI Sistema e Análise de Balanço Ibérico

TIR Taxa Interna de Rendibilidade

VAL Valor Atual Líquido

WACC Weighted average cost of capital

Resumo

Este trabalho de investigação teve como objetivo estudar os determinantes da capacidade de investimento associados à estrutura financeira das maiores empresas portuguesas exportadoras para o mercado comunitário.

No enquadramento teórico foram abordados e debatidos os principais conceitos associados ao investimento e à sua importância no contexto empresarial, bem como, as técnicas de avaliação de investimentos. Foram ainda estudadas as diferentes fontes de financiamento que as empresas podem utilizar na aquisição de recursos para a atividade e foram caracterizadas diferentes teorias sobre os principais determinantes da capacidade de investimento, em especial os fatores associados à estrutura financeira das empresas.

De seguida, foi apresentada uma caracterização da evolução da internacionalização das empresas portuguesas, destacando-se, entre outros aspetos, os principais mercados de destino e os principais produtos exportados. Verificou-se que a União Europeia continua a ser o principal mercado de destino das exportações nacionais.

O estudo empírico debruçou-se sobre as 250 maiores empresas portuguesas exportadoras para o mercado comunitário, tendo como referência os dados económicos e financeiros do exercício de 2015, obtidos na base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos).

Os resultados de investigação evidenciam que a rentabilidade, o endividamento e a dimensão serão os determinantes, de entre os estudados, que poderão condicionar mais a capacidade de investimento das empresas exportadoras para o mercado comunitário. Para além disso, o peso dos custos financeiros nos resultados, também parece ser um fator a ter em conta na análise da capacidade de investimento destas empresas. Assim, apenas o custo efetivo da dívida não apresentou quaisquer resultados que evidenciassem uma relação relevante com o nível de investimento.

Palavra chave: situação financeira; capacidade de investimento; rentabilidade.

Abstrat

This research aimed to study the determinants of investment capacity associated with the financial structure of the largest Portuguese exporting companies to the Community market.

In the theoretical framework, the main concepts associated to the investment and its importance in the business context were discussed and discussed, as well as the techniques for evaluating investments. It was also studied the different sources of financing that companies can use in the acquisition of resources for the activity and were characterized different theories about the main determinants of the investment capacity, especially the factors associated with the financial structure of the companies.

Next, a characterization of the evolution of the internationalization of Portuguese companies was presented, highlighting, among other aspects, the main markets of destination and the main products exported. It has been found that the European Union remains the main destination market for domestic exports.

The empirical study looked at the 250 largest Portuguese exporting companies for the EU market, based on the economic and financial data for the year 2015, obtained from the SABI (System of Analysis of Iberian Balance Sheets).

The research results show that profitability, indebtedness and size will be the determining factors among those studied, which could further condition the investment capacity of the exporting companies to the Community market. In addition, the weight of financial costs in results also seems to be a factor to be taken into account when analyzing the investment capacity of these companies. Thus, only the effective cost of debt did not present any results that showed a relevant relation with the level of investment.

Keyword: financial situation; investment capacity; profitability.

1 Introdução

Nos últimos anos a internacionalização das empresas tem sido cada vez mais importante no desenvolvimento das empresas nacionais, criando oportunidades em novos mercados de maior dimensão ou o acesso a recursos mais baratos que permitem a obtenção de economias nos fatores de produção.

“Hoje o mundo é um só mercado. Já não é possível encarar a atividade de uma empresa somente no contexto do seu mercado nacional. Por um lado, as empresas têm de lidar com a competição internacional nos mercados domésticos e, por outro, de penetrar nos mercados externos para tirar partido das novas oportunidades de negócio.” (Freire, 1998 citado por Carreira, 2015:1).

No entanto, a internacionalização exige, elevados investimentos que permitam um conhecimento melhor dos mercados de destino e dos diversos intervenientes internacionais, e que os produtos sejam entregues junto dos clientes finais com as características e nos prazos combinados. Para a realização desses investimentos é fundamental que existam fontes de financiamento adequadas.

Nesse sentido, a atual dissertação irá estudar a importância dos determinantes do investimento associados à estrutura financeira e à capacidade de autofinanciamento das empresas nacionais, tentando identificar quais as variáveis que mais condicionam a competitividade dos *players* portugueses nos mercados internacionais. Para a realização do estudo empírico teve-se como referência uma amostra constituída pelas 250 maiores empresas portuguesas exportadoras para o mercado comunitário, uma vez que este, representa cerca de 70% do volume total das exportações nacionais.

Ao nível da estrutura do trabalho, para além da introdução, que representa o primeiro capítulo, irá ser constituído pelos seguintes pontos principais: o capítulo 2 apresenta a revisão da literatura recorrendo a diferentes autores e estudos realizados pelos mesmos sobre os principais temas relacionados com a decisão de investimento e com o financiamento das empresa; no capítulo 3 é feita uma caracterização sobre evolução da internacionalização das empresas portuguesas; no capítulo 4 apresenta-se mais em pormenor os objetivos e a metodologia utilizada neste estudo; por fim, no capítulo 5 são apresentadas as conclusões gerais do trabalho efetuado na presente dissertação.

2 Revisão de literatura

Segundo Silva & Menezes (2005:37) “a revisão de literatura resultará do processo de levantamento e análise do que já foi publicado sobre o tema e o problema de pesquisa escolhidos”. Neste trabalho de investigação, a revisão da literatura tem como tema principal o investimento e a situação financeira das empresas.

2.1 Conceito de Investimento.

De acordo com Marcus (1998), investimento implica recursos na expectativa de obter benefícios futuros. Ao envolver recursos, o investidor incorre num custo de oportunidade, na medida em que sacrifica a hipótese de poder despende os seus recursos hoje, em ambiente certo, optando por investi-los numa alternativa que devolverá resultados futuros, em ambiente de risco e incerteza.

Segundo Marcus (1998), os ativos sujeitos à opção de investimento, podem assumir a forma de ativos reais ou de ativos financeiros. Os ativos reais abrangem aqueles que detêm a capacidade de produzir bens e serviços de forma a gerar riqueza. Nesta categoria temos, por um lado, os bens de equipamento, edifícios, terrenos e ativos correntes, e por outro, os ativos intangíveis, como as patentes, transferência de tecnologia, investigação e desenvolvimento, que apesar de não deterem representação física imediata, desenvolvem um papel importante na atividade das empresas no sentido da eficiência e aumento da competitividade e da diferenciação. Os ativos financeiros, como as ações e obrigações, constituem títulos representativos dos direitos sobre os ativos reais. Através destes, os investidores reivindicam a sua quota-parte nos resultados obtidos pela produtividade dos ativos reais.

Assim, os investimentos são fundamentais para a manutenção do nível de crescimento económico das empresas e do país. Contudo, os investimentos representam decisões de longo prazo, e por isso, são condicionados pelo nível de confiança na estabilidade económica, política e social do contexto empresarial, bem como da expectativa de rentabilidade do próprio negócio (Menezes, 2008).

Como tal, a decisão de investimento deve ter em vista a criação de valor para a empresa ao longo do tempo, considerando que existe um certo grau de risco associado, porque o

futuro não é certo e os resultados esperados, tanto podem vir a ser o valor previsto como outro qualquer (Mendis, 2014). Desta forma, tendo em conta que as decisões de investimento têm um carácter estratégico na atividade, porque podem condicionar a sustentabilidade financeira das empresas, deverá existir uma avaliação pormenorizada da sua viabilidade económica e financeira.

2.2 Decisão estratégica de investimento

De acordo com Menezes (2008), o plano de investimento da empresa tem como base os objetivos das decisões estratégicas da empresa para obtenção de lucro e o seu posicionamento estratégico no mercado onde compete.

Martins (2010), refere que a decisão de investimento se baseiam na afetação de recursos a determinados projetos que normalmente implicam a aquisição de bens ou serviços no presente, visando obter rendimentos futuros, que garantam a criação de valor. Desta forma, pode-se dizer que as decisões de investimento deverão visar o aumento da riqueza das empresas, através dos rendimentos gerados, contribuindo para a criação de valor de forma sustentada.

Neves (2010), refere ainda que estas decisões de investimentos assentam sobre a missão e a estratégia da empresa, centrada na criação de valor para os sócios/acionistas, tendo por isso em consideração, a rendibilidade e os riscos potenciais associados.

Segundo Teixeira *et al* (2013), as decisões estratégicas de investimento que as empresas têm de tomar relativamente aos negócios, visam a sustentabilidade financeira ao longo do tempo. Condicionam a capacidade de produção e o tipo de vantagens competitivas a criar, envolvendo normalmente montantes avultados de capitais, podendo exigir a entrada de dinheiro por parte dos proprietários ou a negociação de fontes de financiamento de medio longo prazo que irão condicionar durante muito tempo a tesouraria da empresa.

Assim, as más decisões condicionam a capacidade competitiva das empresas, podendo levar ao desenvolvimento de competências não valorizadas pelo mercado ou ao estrangulamento financeiro, por via de défices constantes na tesouraria (Teixeira, 2013).

Segundo Isabel *et al* (2015), as decisões de investimento devem recorrer da análise estratégica realizada ao contexto envolvente, à estrutura da atividade e aos recursos da empresa, definindo-se opções estratégicas de investimento com base nas forças e fraquezas,

ameaças e oportunidades com que a empresa se defronta. Neste sentido, deverão ser feitas varias análises aos investimentos a realizar, para avaliar se posteriormente poderão trazer benefícios económicos e financeiros ao longo dos anos, ou se são capazes de cobrir o seu custo de funcionamento e, em simultâneo, de criar valor para os investidores. Dada a diversidade de projetos de investimentos que podem ser realizados no contexto empresarial, apresentam-se de seguida as suas principais classificações.

2.3 Tipos de Projeto de Investimento.

A classificação do tipo de investimento pode determinar os métodos e técnicas de análise do mesmo, pelo que importa enquadrar o projeto de investimento em estudo para que seja avaliado adequadamente. Segundo Barros (2000), os investimentos podem ser enquadrados nas seguintes classificações:

- Investimentos de reposição/substituição: a empresa pretende manter a sua capacidade produtiva atual, substituindo equipamentos usados por equipamentos novos com características técnicas similares;
- Investimentos de expansão: o objetivo é aumentar a capacidade produtiva da empresa, de forma a corresponder ao aumento da procura;
- Investimentos de modernização: consistem na substituição de equipamentos usados por novos equipamentos, com características técnicas melhoradas e inovadoras;
- Investimentos de inovação: perante a mudança nas preferências e na exigência dos consumidores, a empresa opta por diversificar a sua atividade através da produção de novos produtos.

Assim, o plano estratégico utilizado pela empresa a longo prazo, deverá ter como o objetivo de assegurar o futuro da mesma, considerando assim que os investimentos permitem reduzir o risco do negócio, e ao mesmo tempo expandir a atividade.

Considerando que as decisões de investimento são estratégicas para empresa, porque são materialmente relevantes, foram desenvolvidas várias técnicas de avaliação económica e financeira, que pretendem quantificar os excedentes financeiros a criar nas opções estratégicas que as empresas tomam, identificando o seu impacto na capacidade de criação de valor através da atividade. Sendo assim, os critérios de avaliação de investimentos

centram-se em indicadores financeiros que irão ser apresentados no ponto seguinte do trabalho.

2.4 Avaliação do projeto de investimento.

Em primeiro lugar, um projeto é entendido como um conjunto de informação sistematizada com o objetivo de fundamentar uma decisão de investimento. Pretende estimar o valor (o mais exato possível) a ser criado pelo investimento, aumentando a eficiência da utilização dos recursos. Um projeto envolve um conjunto de decisões e objetivos, entre os quais, a escolha dos recursos a alocar, a determinação das receitas e despesas, a escolha das fontes de financiamento e o estudo do enquadramento legal e financeiro (Barros, 2000).

Segundo Barros (2000), a avaliação dos projetos de investimento engloba três grandes vertentes que procuram responder a preocupações distintas: financeira, económica e social.

A avaliação financeira corresponde a uma avaliação do ponto de vista dos seus promotores (proprietários e parceiros financeiros) e, portanto, preocupa-se com a rentabilidade esperada do projeto de investimento. No que concerne à avaliação económica é mais ampla, porque pretende medir o contributo dos projetos para a economia nacional, procurando responder com objetividade sobre o seu interesse em termos de valor acrescentado a criar; por fim, a avaliação social que pretende evidenciar o contributo para os vários *stakeholders* envolvidos no desenvolvimento normal do projeto, em termos de capacidade de repartição da riqueza para os diferentes agentes económicos, (Barros, 2000).

No entanto, normalmente os projetos são avaliados com base na perspetiva financeira, porque considera-se que, se forem relevantes para os investidores, tendencialmente também gerarão valor para os restantes *stakeholders*, nomeadamente, através do cumprimento das leis e das obrigações fiscais, da criação de emprego, ou das relações de parcerias sustentáveis criadas com os clientes e fornecedores, entre outros aspetos importantes da atividade empresarial.

Segundo Teixeira *et al* (2013), os critérios mais utilizados na avaliação dos projetos de investimento recorrem às projeções dos *cash-flows*, comparando-se os de exploração com os de investimento, de forma a determinar-se a rentabilidade que são capazes de criar. Genericamente, um projeto é aceitável se o somatório dos *cash-flows* de exploração atualizados for superior ao valor do somatório dos *cash-flows* de investimento, também atualizados.

Teixeira *et al* (2013), refere que os critérios de avaliação baseados nos *cash-flows* são os mais utilizados na avaliação da rentabilidade dos projetos de investimento. Estes critérios, têm em consideração o fator tempo, fazendo-o através da teoria da atualização que permite concentrar e comparar, num determinado momento, fluxos financeiros de receita ou despesa que se prevê ocorrer em diferentes períodos temporais.

De acordo com Barros e Menezes (2000), os critérios de avaliação dos projetos de investimentos a ter em consideração são: o Valor Atual Líquido (VAL), Taxa Interna de Rendibilidade (TIR), Período de recuperação (*Payback*), e o Índice de Rendibilidade do Projetos (IRP).

2.4.1 Valor Atual Líquido (VAL)

O critério do valor atual líquido é o “critério de avaliação recomendado por quase todos os manuais de avaliação financeira de projetos, principalmente por ser o critério mais consistente no contexto da seleção de projetos mutuamente exclusivos”(Barros, 2000; p. 87). Este é um indicador muito utilizado em estudos de análise de viabilidade económico-financeira dos projetos de investimento e assenta na determinação dos *cash-flows* a gerar ao longo do tempo, bem como na sua atualização ao momento inicial. Esta lógica de atualização dos capitais, pretende verificar se o projeto tem capacidade para remunerar periodicamente os investidores (e daí se retirar a remuneração pretendida aos *cash-flows* periódicos, de acordo com o número de períodos cujo capital esteve investido), para cobrir o investimento inicial e, ainda, para gerar excedentes para a empresa que contribuem para a sua sustentabilidade financeira.

A determinação do VAL de um projeto é feita em cinco etapas:

1. Identificação da taxa de atualização (remuneração a exigir ao projeto) a utilizar;
2. Cálculo do capital a investir (se o projeto necessitar que sejam realizadas várias despesas de capital durante os vários períodos analisados, é necessário atualizar essas saídas de fundos para o período zero);
3. Atualização de cada *cash-flow* de exploração, utilizando a expressão,

$$VAL = -I + \sum_t \frac{CF_t}{(1+i)^t}$$

Fonte: Barros (2000)

Legenda: t = ano em que se verifica o *cash-flow*; ($t = 1, 2, 3, \dots$); i = remuneração periódica pretendida; I = investimento inicial; CF = *cash-flow* de exploração periódico

4. Cálculo do somatório dos *cash-flows* de exploração atualizados, que identificam o valor sobranço após se retirar a remuneração anual para os investidores;

5. Comparação do valor atual dos *cash-flows* de exploração com o investimento inicial do projeto, a fim de se verificar se sobram excedentes para a empresa.

A este propósito, Teixeira *et al* (2013), refere que um projeto de investimento é considerado rentável quando o seu VAL é positivo, o que significa que cobre os investimentos iniciais, a rentabilidade pretendida pelos investidores e que existem ainda excedentes financeiros para empresa.

2.4.2 A taxa interna de rentabilidade (TIR)

A taxa interna de rentabilidade (TIR) é a taxa de atualização do projeto que implica que o VAL seja nulo. Ou seja, pode dizer-se que a TIR é a taxa mais elevada a que o investidor pode obter, sem colocar em causa o investimento inicial (Barros, 2005).

$$VAL = -C_0 + \frac{C_1}{(1 + TIR)} + \frac{C_2}{(1 + TIR)^2} + \dots + \frac{C_t}{(1 + TIR)^t} = 0$$

Logo:

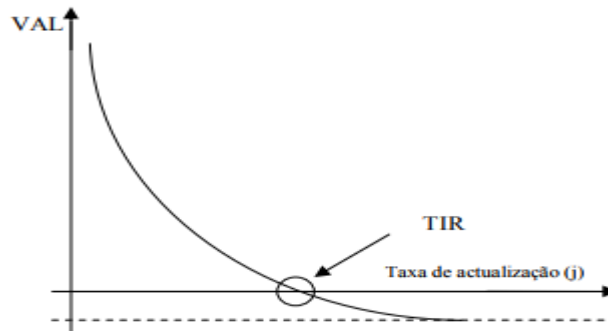
$$-I + \sum_t \frac{CF_t}{(1 + TIR)^t} = 0$$

Assim, um projeto convencional é mais interessante para os investidores, quanto maior for a sua TIR. Em particular, um projeto será economicamente viável se e só se a sua TIR for superior ou igual ao seu custo do capital. Com efeito, de acordo com (Barros, 2005; p. 78) “a TIR é a taxa mais elevada a que um investidor pode contrair um empréstimo para financiar um investimento, sem perder dinheiro”.

Para compreender a lógica subjacente ao critério da TIR, deve ter-se em conta que, num projeto convencional, o VAL como função de atualização é decrescente e convexo,

tendendo para o valor negativo do investimento quando a TIR tende para infinito. O gráfico seguinte sintetiza esta ideia.

Gráfico 1 - Relação entre o VAL e a TIR



Fonte: Barros (2005)

Desta forma, o VAL é positivo apenas se a taxa de atualização for inferior à TIR. Em suma, a TIR permite apreciar os projetos de forma imediata, selecionando aqueles em que este indicador está acima do valor estabelecido para taxa de atualização, e eliminando os que se situam abaixo desse nível (Barros, 2000).

2.4.3 Período e recuperação (*Payback*)

O período de recuperação do investimento, muitas vezes denominado por *payback*, é um critério de avaliação que atende apenas ao período de tempo que o projeto leva a recuperar a capital investido. Qualquer projeto de investimento possui no início um período de despesas (em investimento) a que se segue um período de receitas líquidas dos custos do exercício. As receitas recuperam o capital investido. Segundo Soares, *et al.* (2015: 203) “*Este modelo proporciona o número de períodos para, através dos cash-flows de exploração gerados, recuperar o capital investido.*”

Segundo Barros (2005), o período de recuperação do investimento é vulgarmente dado pela expressão:

$$PRI = t + \left[\frac{\text{Despesa de investimento} - \sum_{i=1}^t CFE}{CFE_{t+1}} \right]$$

Legenda:

CFE = *Cash-Flow* exploração; t = Tempo; i = Custo de oportunidade do capital - taxa de atualização.

2.4.4 Índice de Rendibilidade do Projetos (IRP)

O IRP indica a rendibilidade gerada por unidade de capital investido, (Soares *et al.* 2015). Assim, é importante que este indicador assuma um valor superior à unidade. Na prática, significa que cada unidade de capital investido obteve rendibilidade suficiente para cobrir todo o investimento, incluindo a taxa de retorno exigida, apresentando um excedente. O seu cálculo é efetuado através da seguinte expressão geral (Barros, 2000).

$$IRP = \frac{\sum_{t=0}^n \frac{CF_t + I_t}{(1+i)^t}}{\sum_{t=0}^n \frac{I_t}{(1+i)^t}}$$

Fontes: Barros (2000)

Legenda:

CF_t = Cash-Flow no momento t; I_t = Investimento no momento t; t = Tempo; i = Custo de oportunidade do capital - taxa de atualização.

O índice de rendibilidade de um projeto está relacionado com o respetivo valor atual líquido:

- Se o IRP = 1, o valor atual líquido do projeto é nulo;
- Se o IRP > 1, o valor atual líquido do projeto é superior a zero, o que torna o projeto aceitável (o projeto é rentável de acordo com os padrões exigidos);
- Se o IRP < 1, o valor atual líquido é negativo o que significa que o projeto não consegue rentabilizar o investimento à taxa de atualização exigida.

Assim sendo, foram analisados os critérios de avaliação de projetos mais relevantes. Contudo, para além disso, os investimentos exigem pela sua importância material, que as decisões de financiamento sejam as corretas em termos de maturidade, custos e valores, de forma a garantir a sustentabilidade financeira necessária para suportar os investimentos

estratégicos a realizar. Como tal, de seguida irão ser abordados os principais temas associados à decisão de financiamento.

2.5 Decisão de financiamento

Um plano de financiamento adequado será aquele que minimiza a ocorrência de problemas financeiros aquando da implementação do investimento (Soares *et al*, 2015).

Assim sendo, a decisão de financiamento pode ser entendida como a análise da alternativa de menor custo para fornecer à empresa recursos, quer sejam de capitais próprios, quer de terceiros, adequados face às necessidades financeiras da atividade. Por outras palavras, procura - se determinar a proporção ideal do endividamento na estrutura de capital, de forma aproveitar o efeito da alavanca financeira.

De acordo com Soares *et al* (2015), a decisão de financiamento serve para a obtenção dos meios monetários necessários para cobrir o investimento. Tais meios, podem ter origem no interior da empresa – capitais próprios - ou serem proveniente do exterior da empresa e serem originários de entidades financiadoras através dos capitais alheios.

Segundo Neves (2012), a decisão de financiamento visa determinar a melhor forma de financiar as operações e os investimentos em ativos de curto, médio e longo prazo da empresa, ou seja, determinar a estrutura de capital mais adequada, e o percentual de capital próprio e capital alheio, considerando o custo associado a cada fonte de financiamento.

Neves (2012), refere ainda que o financiamento visa, principalmente, proporcionar à empresa os fundos de que esta necessita, em função da sua política de investimento e de desenvolvimento. Tem em consideração, por isso, os riscos associados ao negócio, à estrutura de capital da empresa, os riscos financeiros, a situação do mercado financeiro, entre outros aspetos, decidindo sobre quais as fontes de financiamento mais adequadas, nomeadamente, capitais próprios, capitais alheios de médio e longo prazo ou de curto prazo.

Assim, a decisão de financiamento está associada ao tipo de investidores que deverão suportar os investimentos a realizar, e à maturidade da dívida a contratar. Nesse sentido, nos pontos seguintes do trabalho irão ser abordadas as principais fontes de financiamento disponíveis, bem como as principais teorias relacionadas com a estrutura de capitais das empresas.

2.6 As fontes de financiamento.

As fontes de financiamento classificam-se, genericamente, em fontes de capitais próprio e de capitais alheios, embora existam instrumento intermédios, por vezes designados por «híbridos» (Soares *et al*, 2015). Instrumentos híbridos são instrumentos financeiros que possuem, ao mesmo tempo, características de dívida e de capital próprio. O termo aplica-se geralmente a instrumentos financeiros que pagam um retorno estável e garantido durante um determinado período, possuindo depois a faculdade ou obrigação de serem convertidos em ações, noutra período. Também se aplica àqueles em que o retorno é em parte fixo e em parte dependente da performance financeira (lucros) da entidade financiada.

Os capitais alheios caracterizam-se ou correspondem a um tipo de financiamento cujo o reembolso e remuneração futuros estão previamente definidos, de forma contratualizada e relativamente certa. Por outro lado, em circunstâncias normais, os financiadores por capitais alheios têm o poder limitado sobre a administração da empresa que estão a financiar (Soares *et al*, 2015).

O financiamento por capitais próprio pressupõe que os investidores que o praticam prescindem do direito ao reembolso futuro e a uma remuneração fixada contratualmente, ganhando, em contrapartida, o direito de voto nas assembleias gerais que nomeiam a administração das empresas. A remuneração dos investidores por capitais próprio será sempre muito mais incerta do que a dos financiadores: dependerá dos resultados futuros da empresa, sendo sempre residual. A empresa só pode pagar dividendos que remunerem os capitais próprios após ter satisfeito, em primeiro lugar, os seus compromissos perante os credores (Soares *et al*, 2015).

Quanto à maturidade, as fontes de financiamento podem ser consideradas de curto prazo e de médio e longo prazo.

Segundo Soares *et al* (2015), existem diversas fontes alternativas de financiamento de curto prazo, isto é, financiamentos com um prazo de exigibilidade até um ano. Entre as principais fontes de financiamento por capitais alheios de curto prazo consideram-se as seguintes: crédito bancário (constitui a forma de financiamento intermediado mais comum); descoberto bancário (crédito efetuado pela entidade bancária que permite ao cliente efetuar operações de pagamento ou levantamento num valor que exceda o saldo disponível na sua conta à ordem); factoring (atividade que consiste na cedência dos créditos comerciais); papel

comercial (serve para obtenção de crédito sem intermediação e com a maturidade inferior a um ano); desconto de letras (permite o pagamento adiantado de dívidas a receber, tendo como contrapartida o desconto de juros relativos ao período relativo ao adiantamento de capitais realizado).

Quanto às fontes de financiamento de a médio e longo prazo, isto é, financiamentos com um prazo de exigibilidade mais de um ano, existem também diversas alternativas: empréstimos bancários; suprimentos (empréstimo dos proprietários com prazos elevados de reembolso, sendo por isso muitas vezes equiparados a capitais próprios); leasing (representam contratos de locação financeira, onde uma sociedade aluga a outra um determinado bem em troca de juros e de reembolso periódico do capital); empréstimos por obrigações (títulos de dívida vendidos pela entidade que pretende obter o financiamento junto dos investidores que ao realizarem a aplicação dos capitais, emprestam dinheiro à entidade emitente dos títulos); capitais próprios (podendo estes assumir diversas figuras jurídicas, como por exemplo, as prestações suplementares de capital – deverá estar prevista a sua possibilidade no pacto social, Autofinanciamento, aumentos de capital por entrada de social, etc).

De seguida, será feita uma breve análise sobre as fontes de financiamento mais utilizadas pelas empresas portuguesas.

Um estudo do Banco de Portugal (2016), evidencia que as empresas nacionais recorrem sobretudo a endividamento, representando este cerca de 74% do total das fontes de financiamento utilizadas. Contudo, se tivermos em consideração, de forma mais detalhada, sobre o tipo de investidor que financia a atividade das empresas, verifica-se que os capitais próprios são a fonte de financiamento mais comum, tendo um peso de 24,5%, seguindo-se o crédito comercial obtido junto de fornecedores (18,8%) e o crédito bancário (17,4%). Tais dados, revelam, também, a maior dificuldade das instituições financeiras em concederem empréstimos nos últimos anos, por via da crise ocorrida, o que tem criado diversos constrangimentos ao desenvolvimento do contexto empresarial português.

Tabela 1- Fontes de financiamento utilizadas em Portugal

	N. de observações	Capitais Próprios	Dívida Total	Crédito Bancário	Crédito Comercial	Dívida Estado	Acionistas & Intra-Grupo
2006	100 355	0.238	0.722	0.128	0.208	0.083	0.112
		0.226	0.710	0.045	0.156	0.040	0.002
2007	102 373	0.226	0.717	0.133	0.206	0.077	0.107
		0.243	0.703	0.051	0.152	0.036	0.001
2008	100 660	0.227	0.715	0.139	0.199	0.073	0.106
		0.247	0.697	0.055	0.145	0.034	0.000
2009	94 741	0.237	0.706	0.150	0.191	0.070	0.102
		0.259	0.686	0.076	0.137	0.033	0.000
2010	93 620	0.236	0.747	0.198	0.195	0.071	0.040
		0.268	0.717	0.137	0.140	0.033	0.000
2011	86 148	0.241	0.744	0.184	0.190	0.070	0.088
		0.283	0.702	0.118	0.135	0.032	0.000
2012	77 283	0.245	0.739	0.174	0.188	0.072	0.062
		0.300	0.685	0.104	0.132	0.033	0.000

Fonte: Banco de Portugal (2016)

2.7 Teorias sobre estrutura de capital

A decisão de financiamento nas empresas começou a ser estudada com o trabalho de Modigliani e Miller em 1958 - *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*. Ao longo do tempo, foram efetuados vários estudos que pretenderam identificar os determinantes que condicionavam a decisão de financiamento. Atualmente, os investigadores repartem as teorias sobre a decisão de financiamento em três grandes correntes de investigação:

- Estrutura de capitais em função dos custos e benefícios das fontes de financiamento, correntemente denominada por teoria do *trade-off*;
- Seleção hierárquica das fontes de financiamento;
- Estrutura de capitais em função do posicionamento estratégico.

A estrutura de capitais em função dos custos e benefícios das fontes de financiamento, foi desenvolvida tendo sempre como base a ideia de que existe uma estrutura financeira ótima de capitais próprios e alheios. Isto porque, considera que o custo do capital alheio é inferior ao do capital próprio, derivado dos investidores terem diferentes níveis de risco. Em caso de falência, os proprietários só têm acesso ao património da empresa após todas as obrigações com credores terem sido satisfeitas. Assim, o financiamento alheio tem um impacto positivo no custo de financiamento global da empresa, por ser mais barato. Contudo, o risco financeiro aumenta a partir de determinado nível de endividamento, tendo como consequência um aumento do custo do capital alheio por parte das instituições financeiras, deixando de ser vantajoso contratar fontes de financiamento externas.

Modigliani e Miller (1958), iniciaram de forma sistemática o estudo sobre a decisão de financiamento. Nesse trabalho, criaram a teoria da irrelevância da estrutura financeira. Por exemplo, a rentabilidade gerada pelas obrigações e pelas ações de uma empresa deveria ser idêntica, o que tornava a emissão de dívida ou de capitais próprios irrelevante. Neste sentido, a criação de valor estaria apenas condicionada pela capacidade dos ativos gerarem resultados e não pela estrutura de capitais (alheios ou próprios) adotada.

Em sequência, Modigliani e Miller (1958) desenvolveram uma segunda teoria onde referiam que embora a estrutura de capitais não contribuísse para a criação de valor, o uso de capital alheio incrementava a rentabilidade dos proprietários por unidade monetária investida, desde que o negócio fosse capaz de gerar excedentes com uma rentabilidade superior aos custos do capital utilizado.

Também a importância do efeito fiscal, identificando o valor criado pelas poupanças fiscais provenientes dos juros, por via de poderem ser aceites fiscalmente como custos financeiros e os lucros distribuídos não. Como tal, o tratamento fiscal diferente deveria levar as empresas a privilegiar o capital alheio nas suas estruturas financeiras. Deste modo, passaram a defender que a estrutura financeira ótima, poderia eventualmente, ser constituída totalmente por capitais alheios.

Nos anos de 70 e 80, os trabalhos de investigação tornaram relevante a teoria dos custos de falência (por exemplo, Kim (1978) e Haugen e Senbet (1988)), defendendo que a teoria apresentada por Modigliani e Miller, não tinha em consideração os custos de falência que poderiam afetar bastante a atividade das empresas. Tais custos podiam ser divididos em diretos (por exemplo, a venda de ativos por valores inferiores aos reais) e indiretos (por exemplo, os clientes procurarem alternativas no mercado ou a recusa de crédito ou de fornecimento por parte dos fornecedores). Assim, quanto maior fosse o endividamento, maior probabilidade de haver ineficiências no negócio associadas à eventual falência da empresa.

Em 1977, Miller destacou ainda outro fator importante na decisão de financiamento: a tributação das pessoas singulares. Como tal, a decisão de financiamento deveria ter também em consideração o tipo de rendimento, lucros ou juros, que gerasse maior rentabilidade efetiva aos investidores.

Nos anos seguintes, foram elaborados vários estudos que salientaram a importância da teoria da agência na definição do financiamento das empresas (Jensen e Meckling (1976),

Myers (1977), Jensen (1986) e Harris e Raviv (1990)). Tais trabalhos, evidenciaram a dificuldade em alinhar os benefícios dos gestores, dos proprietários e dos parceiros financeiros e o impacto dessa realidade na definição da estrutura financeira. Tais conflitos resultavam de diferentes situações. Os gestores preferem a estabilidade financeira face à rendibilidade a gerar aos proprietários. Por outro lado, as divergências com os credores financeiros, eram função da divulgação de informação contabilística e financeira menos fiável. Deste modo, estes trabalhos de investigação, realçaram que o endividamento poderia funcionar como controlo da qualidade de gestão, pois incrementava o risco, levando os gestores a serem obrigados a tomar melhores decisões.

Em resumo, pode-se referir que a estrutura de capitais em função dos custos e benefícios apresenta as seguintes ideias base (Ross *et al*, 2002).

- O custo médio ponderado do capital, diminui através do endividamento, visto que, este tem geralmente um custo inferior ao capital próprio;
- Contudo, a partir de um determinado nível de endividamento, o risco financeiro incrementa e os custos de falência associados aumentam o custo do capital alheio;
- Consequentemente, derivado do maior risco, os proprietários vão exigir maior remuneração para os seus investimentos na empresa;
- Como tal, o custo médio ponderado do capital aumenta.

Relativamente, à estrutura de capitais em função da seleção hierárquica, os trabalhos de investigação desenvolveram uma nova visão sobre o tema, defendendo que as empresas não pretendem atingir uma estrutura ótima de capitais, que minimize o custo do capital. Assim, esta corrente, baseia-se na ideia de que existe assimetria de informação entre os gestores e os investidores externos, o que limita o recurso ao capital alheio.

Ross (1977) criou a teoria dos sinais que assenta no pressuposto de que o valor dos títulos emitidos pelas empresas depende do significado para o mercado dos sinais provenientes das decisões financeiras. Os sinais que o autor identificou como mais importantes são o nível de endividamento e a política de distribuição de resultados, uma vez que poderão representar pistas para os fluxos financeiros futuros.

Em sintonia com a teoria dos sinais, Myers (1984) criou a teoria da *pecking order*, uma vez que, observou uma possível hierarquia das fontes de financiamento das empresas associada à preferência dos gestores. Em primeiro lugar, recorriam a autofinanciamento; caso este fosse insuficiente, utilizavam capital alheio. Assim, os aumentos de capital só

seriam utilizados para cobrir as restantes necessidades financeiras. Deste modo, privilegiando o autofinanciamento, os gestores tentavam evitar a transferência de sinais sobre a situação da empresa para o exterior.

Já em 1996, Bringham destacou a importância da rentabilidade dos projetos futuros na decisão de financiamento. Ou seja, se os projetos apresentavam expectativas de rentabilidades elevadas, os proprietários recorriam preferencialmente a capitais alheios a fim, de não terem que repartir os lucros com novos proprietários; caso e relativamente à existisse incerteza quanto à rentabilidade dos novos projetos, preferiam utilizar capitais próprios para diminuir o risco relacionado com as obrigações financeiras.

Em resumo, verifica-se que a corrente da estrutura de capitais em função da seleção hierárquica baseia-se na ideia chave de que a escolha das fontes de financiamento é função da informação que os gestores pretendem divulgar sobre o negócio, seja ao nível da rentabilidade, do risco, da liquidez, etc.

Por último, a estrutura de capitais em função do posicionamento estratégico, baseia-se na ideia de que a estrutura financeira é condicionada pela estratégia empresarial das empresas. Harris e Raviv (1990), dividem esta corrente em dois tipos de modelos:

- Modelos que estudam a relação entre a estratégia de mercado assumida e a estrutura de capitais;
- Modelos que estudam a relação entre as características dos recursos utilizados na atividade com a estrutura de capitais definida.

Titman e Wessels (1988), identificaram várias especificidades das empresas que condicionavam a estrutura financeira:

- Singularidade: empresas com produtos singulares apresentavam menor níveis de endividamento;
- Dimensão: empresas menores apresentavam maior utilização de endividamento de curto prazo por falta de poder de negociação junto das instituições de crédito;
- Rentabilidade das empresas: as mais rentáveis apresentavam menos endividamento.

Contudo, os mesmos autores, não encontraram relação entre a estrutura financeira das empresas e as seguintes características: expectativa de crescimento, benefícios fiscais não gerados pelo endividamento, volatilidade dos lucros e estrutura dos ativos.

Em 1991, Maksimovic e Titman constataram que existia igualmente relação entre a reputação e a estrutura financeira. As empresas consideradas como maiores referências no mercado, possuíam um menor nível de endividamento de modo, a manterem um risco financeiro reduzido e a incrementarem o seu grau de notoriedade.

Balakrishnan e Fox (1993), comprovaram também a interligação entre a estratégia empresarial e a estrutura financeira a dois níveis:

- A estrutura financeira condicionava a estratégia a implementar em função do volume de recursos financeiros disponíveis, dos tipos de fontes de financiamento que a empresa podia aceder e do custo de capital que conseguia negociar;
- A estratégia empresarial condicionava a estrutura financeira através do tipo de investimentos a realizar, dos recursos utilizados na atividade e das formas de gestão das empresas.

Associados a estas ideias, Arias *et al* (2000) constataram que existia a vários níveis, correlação entre as estratégias das empresas e as fontes de financiamento utilizadas:

- Empresas com estratégias de diversificação e de diferenciação apresentavam em geral menor risco financeiro, o que lhes facilitava a obtenção de capital alheio;
- Empresas com uma oferta mais inovadora e com maiores investimentos em investigação e desenvolvimento, apresentavam *paybacks* mais longos, incrementando o risco do negócio e diminuindo o endividamento;
- Empresas com fatores de produção com maiores especificidades e mais difíceis de substituir, também apresentavam maior risco financeiro e conseqüentemente, menor endividamento;
- Empresas com melhor quota de mercado e rendibilidade, apresentavam maior nível de endividamento, por via do menor risco associado ao negócio.

Em resumo, os trabalhos de investigação que estudaram a corrente da estrutura de capitais em função do posicionamento estratégico, assentam na ideia que a estratégia empresarial e as próprias características de cada negócio, condicionam muito os tipos de fontes de financiamento utilizadas.

2.8 A relação entre as decisões de investimento e a situação financeira das empresas

Modigliani e Miller (1958), tal como anteriormente referido, estabeleceram a irrelevância da estrutura financeira das empresas sobre as decisões financiamento do investimento. Contudo, as imperfeições existentes nos mercados de capitais, designadamente a existência de informação assimétrica entre os agentes que tomam decisões de investimento (a gestão das empresas) e aqueles que disponibilizam o respetivo financiamento (os aforradores ou os intermediários financeiros), induz a que exista uma forte ligação entre a situação financeira das empresas e as decisões de investimento (Farinha e Prego, 2013). Tal, está associado, por um lado, à capacidade de autofinanciamento das empresas, e por outro, à capacidade para aceder a recursos financeiros externos que lhes permitam suprimir as necessidades financeiras associadas ao crescimento e respetivos investimentos.

A esse propósito, Farinha e Prego (2013), elaboraram uma análise dos fatores determinantes das decisões de investimento das empresas, em particular daqueles que estão relacionados com as suas condições de financiamento. Os resultados deste trabalho de investigação, evidenciaram que o peso dos custos financeiros, o custo efetivo da dívida e o nível de endividamento apresentavam uma relação negativa com a capacidade de investimento.

Tais resultados, parecem sugerir que a situação financeira das empresas é bastante importante para a existência ou não de capacidade de investimento. Assim, as empresas que apresentam maiores níveis de endividamento e maiores custos financeiros associados, terão menor capacidade de autofinanciamento, uma vez que uma grande parte da riqueza a criar irá ser canalizada para suprimir compromissos financeiros já anteriormente assumidos.

Por outro lado, Farinha e Prego (2013) verificaram que as empresas com maior nível de rendibilidade, apresentavam maior capacidade de investimento, o que verifica a ideia anterior. Assim, uma maior rendibilidade irá proporcionar uma maior facilidade na cobertura do serviço da dívida e maiores excedentes que possam ser utilizados no financiamento de novos investimentos.

Deste modo, os resultados deste trabalho de investigação vão ao encontro das teorias sobre a decisão de financiamento, visto que, o endividamento permite inicialmente financiar o crescimento, mas a partir de determinado nível, incrementa o risco financeiro, fazendo

aumentar o custo do serviço da dívida, e em simultâneo, diminuindo a rendibilidade e a capacidade de autofinanciamento do negócio.

Por outro lado, os autores chamaram a atenção, sobre a importância de se analisar a maturidade da dívida. Isto porque, o endividamento de curto prazo se for elevado, poderá colocar em causa a liquidez no imediato, criando constrangimentos ao crescimento num futuro próximo. Por outro lado, se o endividamento de longo prazo for elevado, poderá igualmente criar dificuldades adicionais no futuro, uma vez que, caso os projetos de investimento não se venham a mostrar rentáveis, as obrigações financeiras a cumprir poderão anular a eventual folga financeira que a empresa possui no presente.

Deste modo, a tónica assenta na importância do nível de rendibilidade a criar pelos projetos de investimento que se pretendam realizar. Isto porque, deverão ser sempre capazes de assegurar uma remuneração capaz de cobrir o custo dos investimentos previstos, mas também, o custo do capital investido. Deste modo, garantem o reembolso dos capitais e o pagamento do custo do serviço da dívida, e em simultâneo, a remuneração exigida pelos proprietários (Neves, 2012).

Assim sendo, pode-se concluir que o endividamento só é favorável à empresa quando a rendibilidade do capital investido (ativos), for superior ao custo de financiamento (custo do capital alheio), ou quando a taxa máxima de rendibilidade do investimento (TIR) for superior que o custo de capital investido (WACC).

A internacionalização exige, entre outros, investimentos que permitam um conhecimento melhor dos mercados de destino e dos diversos intervenientes internacionais, que garantam a realização de todas as etapas da cadeia de valor do negócio com a eficácia necessária para fazer chegar os produtos com as características e nos prazos combinados junto dos clientes finais. Para a realização desses investimentos é fundamental que existam fontes de financiamento capazes de suprimir as necessidades financeiras, tendo a capacidade de autofinanciamento e o acesso a fontes de financiamento externas alternativas, uma importância fundamental para a internacionalização dos negócios.

Nesse sentido, a atual dissertação irá estudar a importância dos determinantes do investimento associados à estrutura financeira e à capacidade de autofinanciamento das empresas nacionais, tentando identificar quais as variáveis que mais condicionam a competitividade dos *players* portugueses nos mercados internacionais.

3 A Internacionalização das Empresas Portuguesas

Atualmente, o mundo encontra-se globalizado, não existindo apenas um comércio exclusivo em cada país, mas sim uma dinâmica comercial internacional que provoca uma concorrência intensa entre os vários países de diferentes pontos do planeta. Por isso, a internacionalização tornou-se um tema central para o desenvolvimento das empresas portuguesas, sendo fundamentais todos os mecanismos que influenciem a sua capacidade para terem sucesso nos mercados internacionais.

De acordo com o RIEP (2016), Ranking de Internacionalização das Empresas Portuguesas, fornecido pelo Indeg-ISCTE, em colaboração com o Núcleo de Estratégia e Negócios Internacionais da Fundação Dom Cabral e apoio institucional da AICEP, as empresas portuguesas estão presentes, através de investimento direto, em 81 países, estando 78% presentes na Europa, 57% no continente Africano, destacando-os a presença nos países de língua portuguesa, e 50% no continente Americano, onde o Brasil apresenta igualmente uma importância de destaque.

Segunda a mesma fonte, os principais países onde as empresas portuguesas operam são: Espanha (31 empresas), Angola (28), Brasil (28), Moçambique (22), Reino Unido (18), França (16), Alemanha (11), Cabo Verde (11), México (11), EUA (10) e Polónia (10).

Hoje em dia, Portugal é um dos países que mais exporta a nível europeu e é considerado como o 48º país mais exportador, de acordo com a listagem de 2016 do *The World Factbook*. De acordo com o Jornal de Económico, numa publicação de 31 de maio de 2017, as empresas que mais exportaram no ano de 2016, foram as seguintes: Petróleos de Portugal – Petrogal, S.A; The Navigator Company, S.A; Volkswagen Autoeuropa, Lda; Continental Mabor – Indústria de Pneus, S.A; Bosch Car Multimédia Portugal, S.A.

Ao nível da evolução das exportações, a tabela seguinte, demonstra a evolução das exportações (em euros) em Portugal desde o ano de 2010 até 2016 (INE, 2017). O valor total das exportações, é dividido entre Portugal Continental, Regiões Autónomas dos Açores e da Madeira e Extra-Regio (operações que não se conseguem atribuir especificamente a uma região). Além disso, Portugal Continental está dividido nas várias regiões, que por sua vez, foram divididas em sub-regiões estatísticas, de acordo com a NUTS III (unidades de nível III).

Investimento e situação financeira das empresas portuguesas
Análise da situação financeira e as suas decisões de investimento

Tabela 2- Evolução das exportações por localização geográfica

Localização geográfica (NUTS III)	Exportações de bens por Localização geográfica-Anual						
	Período de referência dos dados						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	€	€	€	€	€	€	€
Portugal	37.267.906.508	42.828.033.392	45.213.015.628	47.302.913.319	48.053.695.644	49.634.001.363	50.022.262.509
Continente	35.445.616.663	41.127.440.693	43.440.052.415	45.286.504.913	45.860.508.361	47.369.468.900	47.608.284.250
Norte	14.046.785.056	16.022.002.164	16.792.442.135	17.218.034.654	18.225.063.826	19.334.503.511	20.453.083.859
Minho-Lima	1.061.099.539	1.143.834.387	1.217.639.906	1.386.056.763	1.539.710.964	1.604.463.126	1.640.945.299
Cávado	1.501.848.512	1.737.681.513	1.621.428.980	1.610.703.873	1.683.313.485	1.806.186.308	2.083.703.373
Ave	3.313.665.593	3.690.543.000	3.882.537.484	4.144.855.606	4.399.605.703	4.679.831.097	4.924.074.765
Grande Porto	4.206.669.936	5.046.502.827	5.549.454.673	5.291.798.696	5.437.952.342	5.615.235.712	5.901.626.715
Tâmega	1.301.565.829	1.488.559.266	1.589.516.232	1.779.670.929	1.877.782.781	1.901.686.722	1.966.843.961
Entre Douro e Vouga	2.311.576.425	2.473.548.758	2.521.592.651	2.556.093.255	2.744.788.339	2.962.969.550	3.134.142.973
Douro	55.952.632	61.910.152	75.003.055	85.992.852	95.533.203	103.467.613	106.400.384
Alto Trás-os-Montes	292.220.838	379.422.261	335.269.154	362.862.680	446.377.009	660.663.383	695.346.389
Centro	7.832.891.194	8.261.126.670	8.627.623.142	8.910.975.501	9.251.960.636	10.975.736.171	11.109.760.983
Baixo Vouga	2.583.323.130	2.835.408.463	3.075.355.468	2.992.216.081	3.102.669.599	3.210.866.733	3.291.657.951
Baixo Mondego	1.238.890.029	908.139.982	785.324.780	830.150.246	841.838.567	928.613.236	913.604.789
Pinhal Litoral	951.760.659	1.059.139.720	1.180.368.271	1.277.513.042	1.334.342.327	1.406.179.524	1.480.260.200
Pinhal Interior Norte	197.146.954	243.193.505	270.467.557	278.327.994	289.655.866	327.481.505	325.075.617
Dão-Lafões	1.068.420.503	1.123.592.963	1.106.435.659	1.266.132.151	1.271.945.430	1.226.432.022	1.252.255.471
Pinhal Interior Sul	28.366.503	32.697.213	34.873.815	33.278.818	38.221.812	41.086.601	33.610.494
Serra da Estrela	18.750.025	19.442.197	23.374.022	25.654.044	27.651.507	31.888.406	29.736.217
Beira Interior Norte	173.720.916	215.567.101	196.934.767	236.995.724	242.859.118	276.524.500	240.720.377
Beira Interior Sul	122.646.267	108.785.905	133.262.810	137.720.839	136.866.192	1.469.562.479	1.449.285.164
Cova da Beira	166.733.444	200.028.001	211.248.402	208.372.133	218.932.679	203.252.085	205.882.870
Oeste	721.036.349	857.104.481	917.413.730	939.937.708	1.023.476.666	1.066.203.621	1.072.199.884
Médio Tejo	559.120.070	658.027.139	692.563.861	684.676.721	723.500.873	787.645.459	815.471.949
Lisboa	11.153.492.759	14.039.612.802	15.143.773.958	16.160.685.365	15.364.478.760	13.934.333.511	12.928.772.416
Grande Lisboa	7.721.297.204	9.100.066.443	10.643.585.462	11.672.446.900	10.812.228.655	10.430.566.613	9.661.881.116
Península de Setúbal	3.432.195.555	4.939.546.359	4.500.188.496	4.488.238.465	4.552.250.105	3.503.766.898	3.266.891.300
Alentejo	2.266.227.001	2.665.284.194	2.735.571.880	2.858.569.240	2.877.370.681	2.979.146.755	2.956.482.302
Alentejo Litoral	685.174.315	858.460.312	593.842.158	642.410.218	722.984.863	689.127.590	704.354.493
Alto Alentejo	161.756.954	175.532.746	408.549.643	441.930.949	283.092.387	288.708.038	289.975.867
Alentejo Central	396.590.275	427.761.106	448.854.997	462.800.883	492.418.382	541.120.659	553.825.484
Baixo Alentejo	434.199.785	519.277.311	535.794.380	530.198.123	563.898.618	597.729.501	553.661.391
Lezíria do Tejo	588.505.672	684.252.719	748.530.702	781.229.067	814.976.431	862.460.967	854.665.067
Algarve	130.289.619	139.414.863	140.641.300	138.240.153	141.634.458	145.748.952	160.184.690
Região Autónoma dos Açores	83.081.954	117.116.202	109.669.939	124.443.106	95.367.751	104.009.519	83.804.328
Região Autónoma da Madeira	58.353.449	62.328.135	145.059.439	83.543.016	125.772.134	110.593.996	95.469.581
Extra-Regio	1.680.854.442	1.521.148.362	1.518.233.835	1.808.422.284	1.972.047.398	2.049.928.948	2.234.704.350

Fonte: Adaptado de INE, 2017

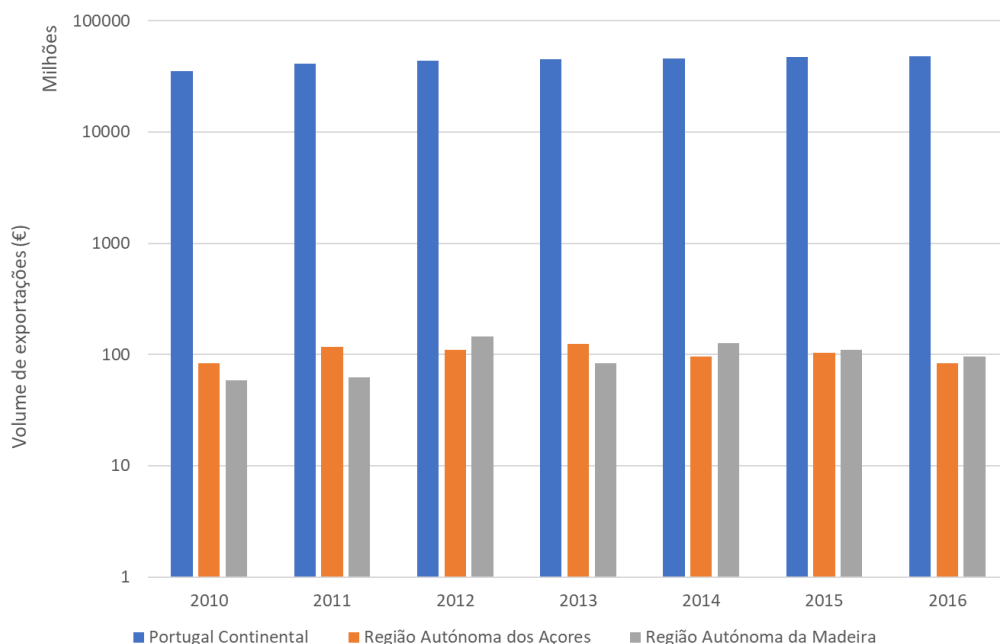
Como se pode observar pela tabela anterior, houve um aumento constante nas exportações de 2010 a 2016, a nível continental, nomeadamente no Norte e no Centro do país, enquanto que na zona de Lisboa se nota um decréscimo desde 2013. No Alentejo existe um pequeno decréscimo de 2015 para 2016 e no Algarve aumentaram até 2012, voltando a aumentar de 2014 a 2016. Pode-se assim concluir, que apesar de existirem variações negativas da faturação no setor exportador em determinadas zonas do país, estas não são suficientes para por em causa o crescimento a nível global das exportações.

Enquanto isso, nos Açores e na Madeira existe uma variação inconstante ao longo dos anos. Relativamente aos dados Extra-Regio, evidenciam que as exportações diminuíram desde 2010 até 2012 e voltando a incrementar de 2013 a 2016. Estas variações ao nível das regiões autónomas e do Extra-Regio, foram insignificantes, comparativamente às subidas do

nível de exportações de Portugal continental, visto que a nível global, o volume das exportações aumentou sempre ao longo dos anos em análise.

A tabela anterior, pode ser complementada com a seguinte figura, onde é possível ter-se uma melhor perceção da variação das exportações ao longo dos anos em análise, nomeadamente ao nível de Portugal continental, Regiões Autónomas dos Açores e da Madeira:

Gráfico 2 - Evolução do volume de exportações por região- Anual



Fonte: Elaborado pelo autor, 2017

Outra análise feita, realizada, pretendeu identificar os principais países para os quais Portugal exporta. Para esta análise, mais uma vez utilizaram-se dados retirados do INE (2017), referentes aos anos de 2013 a 2015, destacando-se os seguintes países:

Tabela 3 - Principais destinos das exportações portuguesas

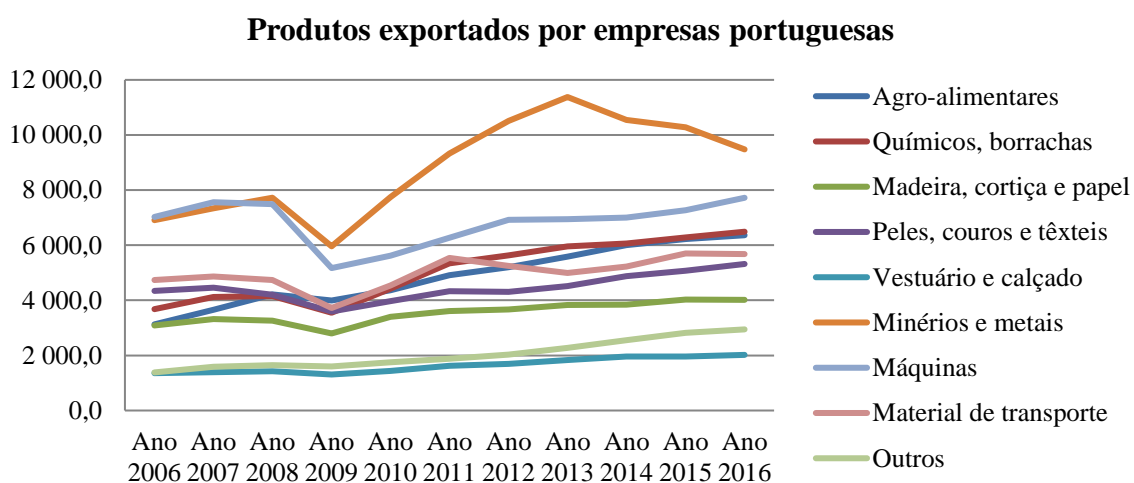
Local de Destino	Exportações (€ e%) de bens por Principais locais de destino - Anual					
	Período de referência dos dados					
	2013		2014		2015	
	€	%	€	%	€	%
Angola	3112687722	6,6	3177938336	6,6	2099058952	4,2
Bélgica	1343284623	2,8	1303296000	2,7	1134083356	2,3
Brasil	738945642	1,6	638568090	1,3	568772821	1,1
China	657484420	1,4	839714326	1,7	838723821	1,7
Alemanha	5508688397	11,6	5618419050	11,7	5883117818	11,9
Espanha	11176718813	23,6	11284010333	23,5	12478189617	25,1
Fança	5496718813	11,6	5658613493	11,8	6034066864	12,2
Reino Unido	2612562583	5,5	2943891123	6,1	3355790891	6,8
Itália	1564825975	3,3	1539196700	3,2	1585909481	3,2
Países Baixos	1892131024	4	1908771614	4	1988742426	4
Estados Unidos	1997743109	4,2	2110727326	4,4	2566672030	5,2

Fonte: Adaptado de INE, 2017

Como se pode observar pela tabela anterior, o país para o qual Portugal mais exporta, é a Espanha, seguindo-se a França e a Alemanha. Estes são os três países que mais importam produtos provenientes de Portugal tendo em conjunto, percentagens muito elevadas comparativamente aos restantes países da tabela, aproximadamente 46,9% do total de exportações portuguesas em 2013, 46,9% em 2014 e 49,2% em 2015.

No que diz respeito, aos principais produtos exportados, apresenta-se um gráfico com a evolução de 2006 a 2016 (dados retirados Pordata – base de dados Portugal contemporâneo).

Gráfico 3- Principais produtos exportados pelas empresas portuguesas (valores em milhões de Euros)



Fonte: INE (2016)

De acordo com o gráfico 2, os principais produtos exportados são as máquinas, químicos e borrachas e peles, couros e têxteis.

Por fim, verificou-se que o peso das exportações em Portugal, relativamente ao seu PIB¹ (Produto Interno Bruto), representou em termos médios 27% / 28% do valor da riqueza gerado no país, durante os anos de 2013 a 2016 (dados fornecidos pela Eurostat e divulgados pela Pordata).

Pode-se então concluir que o setor exportador é fundamental na evolução sustentável da economia portuguesa.

¹ Representa o conjunto de todos os bens e serviços (em valores monetários), produzidos em determinada região.

4 Objetivos do Estudo e Hipóteses de Investigação

Este trabalho de investigação tem como objetivo geral evidenciar os fatores determinantes das decisões de investimento das empresas, em especial aqueles que estão diretamente relacionados com a capacidade de financiamento.

Nesse sentido, irá ser estudada a relação do investimento realizado pelas empresas, com várias variáveis associadas à sua estrutura financeira, nomeadamente: o peso dos custos de financiamento nos resultados, o nível de endividamento, o custo de financiamento obtido, o nível de rentabilidade do negócio e o volume de negócios. Assim, pretende-se verificar se estas variáveis condicionam a capacidade de investimento das empresas alvo deste trabalho de investigação.

Muitas empresas, apresentam resultados operacionais positivos, evidenciando que o negócio apresenta capacidade para cobrir os custos decorrentes do funcionamento normal da atividade. Porém, sucede que, por vezes, a decisão de financiamento não é consentânea com o nível de resultados alcançados pelo negócio, tornando estes insuficientes para cobrir os custos financeiros derivados do endividamento remunerado (Farinha e Prego, 2013). Nesse sentido, a primeira hipótese de investigação assenta na ideia de que quanto maior for o peso dos custos financeiros nos resultados operacionais, menor é a capacidade de autofinanciamento do negócio e menor deverá ser o investimento das empresas.

H1: Quanto maior for o peso dos custos financeiros nos resultados, menor o investimento realizado pelas empresas.

O nível de endividamento é considerado importante, porque o acesso ao crédito permite alavancar o negócio por via da aquisição dos recursos necessários para o desenvolvimento estratégico da empresa (Teixeira, 2013). Como tal, quanto maior for o nível de endividamento, maior deverá ser a capacidade de investimento das empresas.

H2: Quanto maior for o nível de endividamento, maior o investimento realizado pelas empresas.

Tal como referido anteriormente, o nível de custos financeiros (CF) pode condicionar a capacidade de autofinanciamento dos negócios, em virtude de que o sobre-endividamento pode levar a uma maior dificuldade na cobertura dos encargos da dívida, pressionando a tesouraria e o nível de investimento na atividade (Teixeira, 2013). Assim, na terceira

hipótese de investigação pretende-se verificar se o custo da dívida afeta a capacidade de investimento.

H3: Quanto maior for o custo da dívida, menor o investimento realizado pelas empresas.

Relativamente, à rendibilidade da atividade, está também interligada com o nível de autofinanciamento, condicionando por isso, a capacidade de investimento no negócio (Teixeira, 2013). Nesse sentido, na quarta hipótese de investigação, pretende-se observar se a rendibilidade está correlacionada positivamente com a capacidade de investimento das empresas.

H4: Quanto maior for a rendibilidade, maior o investimento realizado pelas empresas.

Finalmente, a dimensão das empresas, e nomeadamente, o nível do volume de negócios (vendas e prestações de serviços), também deverá estar associado à capacidade de investimento, uma vez que, uma maior dimensão proporciona uma maior capacidade potencial para a obtenção de economias de escala com os recursos instalados, e uma maior probabilidade de se gerarem maiores resultados com a atividade. Como tal, espera-se na quinta e última hipótese de investigação, observar uma relação positiva entre o volume de negócios das empresas e o nível de investimento realizado.

H5: Quanto maior for o volume de negócios, maior o investimento realizado pelas empresas.

4.1 Metodologia de Investigação

Para se estudarem as hipóteses de investigação teve-se como referência a variável dependente constituída pelo nível de investimento das empresas (INV), sendo tal definido pela taxa de investimento calculada da seguinte forma.

$$INV = \frac{\text{ativos não correntes } (n) + \text{amortizações e depreciações e exercício } (n)}{\text{ativos não correntes } (n-1)}$$

Note-se que ao corrigir-se os ativos não correntes do ano (n) pelas amortizações e depreciações do exercício do mesmo período, controla-se eventuais diminuições dos ativos pelo efeito dessas rubricas e torna o valor de ambos os anos comparável (Farinha e Prego, 2013).

Quanto às variáveis explicativas (independentes) selecionadas para estudar alguns dos fatores que poderão condicionar a capacidade de investimento das empresas, foram determinadas de acordo com as formulas a seguir apresentadas, e tiveram como referência a metodologia utilizada por (Farinha e Prego, 2013).

O peso dos custos financeiros, foi calculado pela comparação da rubrica de custos financeiros com os resultados operacionais do exercício, corrigidos dos custos de amortizações e depreciações do exercício, uma vez que estes representam custos teóricos que não implicam qualquer saída monetária.

$$PESO\ CF = \text{Custos financeiros} / (\text{Resultados operacionais} + \text{amortizações e depreciações do exercício})$$

O nível de endividamento foi determinado em função do peso do passivo total sobre o ativo total líquido.

$$ENDIVIDAMENTO = \text{Passivo total} / \text{Ativo Total Líquido}$$

O custo efetivo da dívida, foi determinado segundo a relação entre os custos financeiros registados na demonstração de resultados e o valor do passivo constante no balanço de cada empresa:

$$CUSTO\ DÍVIDA = \text{Custos Financeiros} / \text{Passivo}$$

A rendibilidade foi determinada através do indicador ROI muito utilizado neste tipo de estudos, e nomeadamente, pela comparação entre os resultados operacionais, novamente corrigido pelos custos não desembolsáveis, e o valor do ativo total líquido.

$$RENDIBILIDADE = (\text{resultados operacionais} + \text{amortizações e depreciações do exercício}) / \text{ativo total líquido}$$

A dimensão da empresa, neste estudo representada pelo nível do volume de negócios, foi determinada através do logaritmo do volume de negócios, tornando este valor mais comparável com os resultados em percentagens das restantes variáveis.

$$DIMENSÃO = \text{LOG} (\text{volume de negócios})$$

A amostra estudada, contempla as 250 maiores empresas portuguesas exportadoras para o mercado comunitário, definidas com base no valor do volume de negócios para os países da União Europeia. É constituída por empresas de diferentes setores de atividade, tendo por referência as divisões constantes na revisão 3 da classificação das atividades económicas portuguesa: Divisão B - Indústrias Extrativas – 2 empresas; Divisão C -

Indústrias Transformadoras – 71 empresas; Divisão D – Energia - 1 empresa; Divisão F – Construção – 27 empresas; Divisão G - Comércio por grosso e reparação de veículos – 59 empresas; Divisão H - Transportes e armazenagem – 28 empresas; Divisão I - Alojamento e restauração – 1 empresa; Divisão J - Atividades de informação e comunicação – 12 empresas; Divisão L - Atividades imobiliárias – 2 empresas; Divisão M - Atividades de consultoria – 23 empresas; Divisão N - Atividades administrativas – 24 empresas.

No entanto, destaca-se que a amostra final incluiu apenas 228 empresas, em virtude de que se retiraram os casos com valores de taxas de investimento superiores a 500% e com valores de endividamento superior a 100%. Tais empresas, eram estatisticamente consideradas *outliers* e influenciavam o resultado do estudo.

Para a realização do trabalho de investigação, os dados foram obtidos na base de dados do Sistema e Análise de Balanço Ibérico (SABI). A SABI possui registos económicos e financeiros de empresas da Península Ibérica (dados obtidos em Outubro de 2017, na Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal).

Em seguida, serão apresentadas as médias da variável dependente e das diversas variáveis independentes que irão ser analisadas, tendo em consideração os valores relativos ao último ano disponível na base de dados (2015), que foi utilizado no estudo elaborado.

Tabela 4- Médias das variáveis das empresas estudadas

Variáveis	Valor médio – 2015
Peso do volume de negócios internacional	76,73%
Taxa de investimento	141,82%
Peso dos custos financeiros nos resultados	14,65%
Nível de endividamento	64,22%
Custo da dívida	1,58%
Rendibilidade do Ativo	12,99%
Volume de negócios (mil euros)	18.544

Fonte: SABI (2015)

O nível das exportações das empresas estudadas representa cerca de 77% do volume de negócios total dessas empresas, o que evidencia a importância dos mercados externos na sua atividade.

A taxa de investimento cifra-se nos 142%, demonstrando que as maiores empresas exportadoras para o mercado da união europeia, têm realizado fortes investimentos na atividade.

Em termos médios, os custos financeiros representam cerca de 15% dos resultados obtidos na atividade, o que significa que estas empresas ainda têm uma grande margem para cobrir custos decorrentes da contratação de nova dívida. Tal, poderá ser importante, na medida que a internacionalização exige normalmente novos investimentos na atividade.

O nível de endividamento encontra-se nos 64% aproximadamente, evidenciando que o acesso a capitais alheios para o financiamento da atividade é um fator importante para o desenvolvimento do negócio destas empresas.

O custo efetivo da dívida medido pelo peso dos custos financeiros sobre o passivo das empresas é, em média, de 1%, ou seja, verifica-se que os encargos da dívida remunerada são reduzidos face ao passivo total.

A Rendibilidade está relacionada com o nível de autofinanciamento e poderá condicionar a capacidade da empresa investir e internacionalizar o negócio. Nesse sentido, pode-se observar que a rendibilidade média das empresas estudadas é de 13%.

Relativamente à dimensão, medida pelo valor do volume de negócios, observa-se que as empresas em estudo apresentam uma média de 18.544.000€ aproximadamente, valores superiores aos da grande maioria de empresas que constituem o universo do contexto empresarial português.

Após a caracterização das variáveis dependentes e independentes utilizadas no estudo e a apresentação da amostra tida como referência, identifica-se agora, o modelo de regressão linear multivariada considerado.

O modelo definido, pretende estudar o tipo de impacto que a variação nas variáveis independentes tem na variável dependente (Nível de Investimento - INV), podendo ser apresentado de forma genérica pela seguinte formula:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_k X_k + E$$

Y = variável dependente;

β = constante;

X_1, \dots, X_k = variáveis independentes;

E = erro de mediação.

As variáveis independentes usadas para o estudo incluem K fatores ($K = 1, \dots, 11$) e são as anteriormente referidas:

- Peso dos custos financeiros nos resultados operacionais;

- Nível de endividamento;
- Custo efetivo da dívida;
- Rendibilidade do negócio;
- Dimensão da empresa.

Para além disso, deve-se mencionar, que o modelo de regressão utilizado, foi sujeito aos seguintes procedimentos estatísticos, de modo a validar a sua utilização:

- Avaliação do valor do coeficiente de correlação linear entre a variável dependente e cada uma das variáveis independentes, através da análise gráfica dos resíduos e dos valores estimados da variável dependente;
- Análise da existência de heterocedasticidade através da homogeneidade da variância;
- Normalidade dos erros que foi verificada através da representação gráfica e do teste Jarque-Bera;
- Análise da multicolinearidade, através da observação dos coeficientes de correlação de Pearson.

4.2 Análise e Discussão dos dados obtidos

Neste ponto, irão ser apresentados e discutidos os resultados dos testes estatísticos efetuados, verificando-se se as hipóteses formuladas são comprovadas.

Como foi referido no ponto anterior, foram efetuados diversos testes, de modo a validar a utilização do modelo de regressão linear definido. Estes testes, sobre a robustez do modelo utilizado encontram-se apresentados em anexo e salientam-se os seguintes resultados:

- Linearidade da relação entre as variáveis do modelo: o valor dos coeficientes de correlação linear, indica que não existe uma relação linear entre os resíduos e os valores estimados da variável dependente;
- Homogeneidade da variância: detetou-se heterocedasticidade. Foi utilizado o teste de White para se verificar a significância das variáveis com os desvios padrões robustos;
- Multicolinearidade: a observação dos coeficientes de correlação entre as variáveis do modelo, permitiu verificar que não existiam relações entre variáveis que pudessem colocar em causa a validade dos modelos;

- Normalidade dos erros: o modelo não tem distribuição normal. Contudo, face à dimensão da amostra (228 empresas), podem-se considerar os resultados robustos (Moutinho e Hutcheson, 2008).

Na tabela seguinte, apresentam-se os resultados do modelo de regressão, relativos à variável dependente estudado.

Tabela - Resultados do modelo de regressão original

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.281569	1.115786	1.148580	0.2520
PESO CF	-7.899312	6.138171	-1.286916	0.1995
LOG_VN	-0.086428	0.110835	-0.779794	0.4363
PASSIVO	0.850057	0.511827	1.660830	**0.0982
RENDIBILIDADE	3.808272	0.781055	4.875807	*0.0000
CUSTO DÍVIDA	0.038001	0.331125	0.114765	0.9087

R-squared	0.112212	Mean dependent var	1.418231
Adjusted R-squared	0.092306	S.D. dependent var	1.687083
S.E. of regression	1.607334	Akaike info criterion	3.812882
Sum squared resid	576.1254	Schwarz criterion	3.902849
Log likelihood	-430.5750	Hannan-Quinn criter.	3.849177
F-statistic	5.637217	Durbin-Watson stat	1.994603
Prob(F-statistic)	0.000065		

*Significativo para $\alpha < 0,01$; ** Significativo para $\alpha < 0,1$

Fonte: Elaborado pelo Autor (2017)

No que diz respeito ao modelo definido, verifica-se que é estatisticamente relevante (apresenta um nível de significância inferior a 0,1) e que explica cerca de 9% do nível de investimento das empresas estudadas (R^2 ajustado = 0,092306).

Em simultâneo, ao observarem-se os resultados de investigação, evidencia-se que as hipóteses de investigação não foram comprovadas na totalidade.

Ao nível da primeira hipótese de investigação definida, que relacionava o **peso dos custos financeiros nos resultados**, com o nível de investimento das empresas, de acordo com o sinal do coeficiente determinado, verifica-se que a relação entre as variáveis é negativa, ou seja, quanto maior for o peso dos custos financeiros nos resultados da atividade, tendencialmente menor é o nível de investimento. Tal, vai ao encontro do esperado na hipótese 1. Contudo, o α apresenta o valor de 0,1995, ultrapassando o limiar do valor considerado estatisticamente relevante ($\alpha < 0,1$). Assim, embora, não se possa afirmar que o peso dos custos financeiros nos resultados condiciona fortemente a capacidade de investimento das empresas estudadas, pode-se sugerir que o seu valor influencia negativamente o nível de investimento das empresas, confirmando os resultados esperados.

No que diz respeito à segunda hipótese de investigação, onde se esperava uma relação positiva entre o **endividamento** e o nível de investimento, os resultados obtidos evidenciam que, de facto, quanto maior for o valor do passivo, maior é a capacidade de investimento das empresas estudadas. Salienta-se que, os resultados obtidos são estatisticamente relevantes para um nível de significância inferior a 0,1. Assim, a hipótese 2 de investigação verifica-se, evidenciando que o acesso ao endividamento pode alavancar a capacidade de investimento das empresas.

A variável relativa ao **custo efetivo da dívida** apresenta um p-value de 0,9087, o que evidencia que se trata de um fator irrelevante para a explicação do nível de investimento das empresas estudadas, não verificando a hipótese 3 de investigação.

No que diz respeito à importância da **rendibilidade**, constata-se que no modelo original, é a variável com maior impacto no nível de investimento, apresentando um p-value de 0,000 (nível de significância inferior a 0,01) e um coeficiente de correlação positivo. Tal, implica que são as empresas com maior capacidade de autofinanciamento que realizam maiores níveis de investimento, comprovando-se por isso, a hipótese 4 de investigação.

Finalmente, a **dimensão** da empresa, representada pelo nível de volume de negócios, apresenta um p-value de 0,4363, evidenciando que não é um fator importante para explicar a capacidade de investimento das empresas estudadas. Inclusivamente, detém um coeficiente negativo, o que significa que, ao contrário do esperado, são as empresas de menor dimensão que realizam maiores percentagens de investimento. Tal realidade, poderá estar associada ao facto de que as empresas mais pequenas se encontram numa fase de maior crescimento da atividade, enquanto as de maior dimensão já atingiram uma maior maturidade do negócio, detendo ritmos de crescimento e de investimento menos acentuados. Assim, este resultado parece sugerir que a hipótese de investigação número 5 não se verifica.

Contudo, em virtude de se terem verificado problemas de heterocedasticidade, foi efetuado o modelo de regressão multivariada com desvios padrões robustos que a seguir se apresenta.

Tabela - Resultados do modelo de regressão com desvios-padrões robustos

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.281569	0.699004	1.833422	0.0681
PESO CF	-7.899312	5.090649	-1.551730	0.1221
LOG_VN	-0.086428	0.050577	-1.708836	*0.0889
PASSIVO	0.850057	0.537570	1.581297	0.1152
RENDIBILIDADE	3.808272	2.907213	1.309939	0.1916
CUSTO DÍVIDA	0.038001	0.133452	0.284757	0.7761
R-squared	0.112212	Mean dependent var		1.418231
Adjusted R-squared	0.092306	S.D. dependent var		1.687083
S.E. of regression	1.607334	Akaike info criterion		3.812882
Sum squared resid	576.1254	Schwarz criterion		3.902849
Log likelihood	-430.5750	Hannan-Quinn criter.		3.849177
F-statistic	5.637217	Durbin-Watson stat		1.994603
Prob(F-statistic)	0.000065	Wald F-statistic		1.346764
Prob(Wald F-statistic)	0.245665			

*Significativo para $\alpha < 0,1$

Fonte: Elaborado por Autor (2017)

Surpreendentemente, os resultados evidenciam que a rendibilidade, deixa de ter um nível de significância inferior a 0,1, passando a ter um p-value de 0,1916. Para além disso, a dimensão das empresas apresenta um valor estatisticamente relevante para $\alpha < 0,1$ (o p-value é de 0,0889), o que significa que o nível de investimento é condicionado pelo facto da empresa apresentar um maior ou menor volume de negócios. Assim, parece haver evidências de que as empresas de menor dimensão são as que investem mais, o que poderá estar associado a níveis de crescimento superiores, que exigem investimentos sucessivos para que a atividade corresponda às necessidades específicas dos mercados que vão sendo abrangidos.

Para além disso, o nível de endividamento e o peso dos custos financeiros nos resultados operacionais, apresentam p-values (0,1152 e 0,1221, respetivamente) que se encontram no limiar dos valores considerados relevantes para efeitos estatísticos, podendo-se sugerir que são igualmente fatores que poderão condicionar a capacidade de investimento das empresas estudadas.

Em resumo, parecem existir evidências de que, entre os fatores estudados, os que poderão ter impacto na capacidade de investimento das maiores empresas exportadoras para o mercado comunitário são a rendibilidade, a dimensão, o endividamento e o peso dos custos financeiros nos resultados da atividade. O custo efetivo da dívida não foi relevante em ambos os modelos analisados, verificando-se que é bastante inferior à rendibilidade criada por estas empresas, o que significa que ainda existe uma grande margem para a obtenção de novos endividamentos que permitam o crescimento sustentado dos negócios, uma vez que os

resultados apresentam uma excelente capacidade para cobrir níveis de custos financeiros mais elevados.

Deste modo, os resultados estatísticos alcançados sugerem que se confirmam as hipóteses de investigação números 2 (nível de endividamento) e 4 (rendibilidade), uma vez que, para além de em pelo menos um dos modelos terem apresentado níveis de significância relevantes, detêm sinais dos coeficientes que comprovam o tipo de relações esperadas com o nível de investimento: quanto maiores forem os níveis de endividamento e de rendibilidade, maior a capacidade de investimento. Por outro lado, a hipótese número 5 de investigação (dimensão), apresenta um nível de significância estatisticamente relevante no modelo com desvios-padrões robustos, mas evidencia uma relação oposta à esperada com o nível de investimento (empresas mais pequenas apresentam níveis de investimento mais elevados).

5 Conclusão

No enquadramento teórico foram abordados e debatidos os principais conceitos associados ao investimento e à sua importância no contexto empresarial, bem como, as técnicas de avaliação de investimentos. Foram ainda estudadas as diferentes fontes de financiamento que as empresas podem utilizar na aquisição de recursos para a atividade e foram caracterizadas diferentes teorias sobre os principais determinantes da capacidade de investimento, em especial os fatores associados à estrutura financeira das empresas.

De seguida, foi apresentada uma caracterização da evolução da internacionalização das empresas portuguesas, destacando-se, entre outros aspetos, os principais mercados de destino e os principais produtos exportados. Verificou-se que a União Europeia continua a ser o principal mercado de destino das exportações nacionais, sendo por isso fundamental, verificar quais os determinantes associados à estrutura financeira das empresas, que influenciam o nível de investimento deste tipo de *players*. Isto porque, o sucesso de internacionalização está, também, associado à capacidade das empresas em responderem aos desafios colocados pelos novos clientes, que na sua grande maioria, exigem investimentos para a aquisição de recursos materiais ou imateriais, como conhecimentos sobre características dos produtos e dos parceiros de negócio, esforços de divulgação da empresa e da sua oferta, etc.

Os resultados de investigação evidenciam que a rentabilidade, o endividamento e a dimensão serão os determinantes, de entre os estudados, que poderão condicionar mais a capacidade de investimento das empresas exportadoras para o mercado comunitário. Para além disso, o peso dos custos financeiros nos resultados, também parece ser um fator a ter em conta na análise da capacidade de investimento destas empresas. Assim, apenas o custo efetivo da dívida não apresentou quaisquer resultados que evidenciassem qualquer relação relevante com o nível de investimento.

Em resumo, parece que as empresas de menor dimensão, com maior rentabilidade, maior endividamento e menor peso dos custos financeiros nos resultados, são aquelas que mais investem. Tal, sugere que o autofinanciamento e o acesso a fontes de financiamento externas baratas, são fatores importantes que poderão condicionar a capacidade de investimento e de crescimento das empresas exportadoras para o mercado comunitário.

Quanto às limitações do estudo de investigação, refere-se o facto de se estudar apenas um ano (2015), o que poderá limitar a generalização das conclusões obtidas.

Relativamente a futuras investigações, considera-se importante o estudo das empresas exportadoras para os mercados extracomunitários, uma vez que, possuem cada vez maior importância na internacionalização das empresas portuguesas e incluem mercados bastante atrativos como o Brasil, os PALOP's e a China.

Referências Bibliográficas

- Abrantes, C. A. (2013). Os Determinantes da Estrutura de Capital . *Os Determinantes da Estrutura de Capital* .
- Banco de Portugal (2016), *Análise Setorial das Sociedades não Financeiras*. (2016). Obtido de Banco de Portugal Euro sistema: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudos_da_cb_26_2016.pdf
- Barros, C. (2000). *Decisões de investimento e financiamento de projeto*. Lisboa.
- Barros, H. (2005). *Análise de Projetos de Investimento*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Brigham e Gapenski. (1996). Dividendos e Recompra de Ações: da teoria à prática. *Business & Economics*, 325.
- Carla Fernandes, E. V. (2014). *Análise Financeira - Teoria e Prática Aplicação no Ambito do SNC*. Lisboa.
- Carlos Barros, H. Caldeira Menezes. (2000). *Avaliação de projeto de investimento*. Lisboa.
- Carlos da Costa, Gabriel Alves. (2014). *Contabilidade Financeira*. Lisboa.
- Carreira, M. D. (2015). *Internacionalização das empresas portuguesas*. Seúbal.
- Edna Lúcia da Silva, Estera Muszkat Menezes. (2005). *Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação*. Brasil.
- Farinha L, Prego P. (Maio de 2013). Investimento e Situação Financeira das Empresas Portuguesas. *Investimento e Situação Financeira*, p. 108.
- improve your finance*. (2008). Obtido de How to evaluate a business`s leve of endibtednes.
- INE. (2017). *Instituto Nacional Estatística* . Obtido de Statistics Portugal : https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_base_dados
- Isabel Soares, José Moreira, Carlos Pinho. (2015). *Decisões de Investimento e Análise Financeira de Projetos*. Lisboa: 4 Edição.
- Jensen, M.C. & Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Luciana Barbosa, Ana Lacerda & Nuno Ribeiro. (2007). INVESTIMENTO E SITUAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESAS. *Banco de Portugal*.
- Luciana Barbosa, Paulo Soares de Pinho. (Janeiro de 2016). Estrutura de financiamento das empresas portuguesas.

- Marcus, A. J. (1998). *Fundamento de investimento*.
- Martínez-García. (2000). Direct targeting of light signals to a promoter element-bound transcription factor. *European Respiratory Journal* , 166-169.
- Martins, A. (2010). *Avaliação e decisão de projeto de investimento*. Lisboa.
- Mendis, M. (2014). *Aplicação da Programação Linear na decisão económica de investimento; ESCE -IPS, Tese de Mestrado*. Setúbal .
- Menezes, H. C. (2008). *Princípios de gestão Financeira*. Lisboa.
- Milton Harris e Artur Raviv. (1990). Estrutura de capital e o papel informativo da dívida. *O Jornal das Finanças*, Vol. 45, nº 2 , 321-349.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic*. (3. Review. nº48, Ed.) 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic. C Review*, nº 53, 3 , 437-447.
- Myers, S. C. & N. S. Majluf. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, 187-22.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, 575-592.
- Myers, S. C. (2001). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, Vpl 15, No 2, 81-102.
- Neto, A. (2009). *Estrutura e análise de balanço - Um enfo que econômico e financeiro*. São Paulo.
- Neves, J. C. (2012). *Análise e relato financeiro - uma visão integrada de gestão*. Lisboa.
- Nogueira, C. C. (2013). Custo de Capital ou quanto de ROI (Retorno sobre o Investimento). *Jornal de Negocio*.
- Paulo Soares de Pinho, Luciana Barbosa. (2016). *Estrutura de financiamento das empresas*. Lisboa.
- Portugal, B. d. (Novembro de 2016). *Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal*. Obtido de Banco de Portugal Euro sistema: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudos_da_cb_26_2016.pdf

- RIEP. (3ª Edição de 2016). *Ranking de Internacionalização das Empresas Portuguesas*.
Obtido de INDEG-ISCTE Executive Education: <https://indeg.iscte-iul.pt/pagina/ranking-de-internacionalizacao-das-empresas-portuguesas-riep>
- Ross, S. A. (1977). The Determination of the Financial Structure. *Journal of Economics*, 23-40.
- Ross, Westerfield e Jordan. (2002). *Administração Financeira*. Brasil.
- Semedo, I. G. (2015). *TEORIAS DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS*. Lisboa.
- Sheridan Titman e Roberto Wessels. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, ol. 43, No. 1, 1-19.
- Silva.S.A. (2013). *Determinante da estrutura de capital*. Porto.
- Srinivasan Balakrishnan e Isaac Fox. (1993). Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure. *Strategic Management journal*, 147.
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 3-27.
- Teixeira, N. M. (2013). *Aplicação da Rendibilidade Supranormal para a Avaliação da Rendibilidade Supranormal; XXII Jornada Hispano Lusos de Gestão Científica*. Malaga.
- Tiago, L. (02 de 08 de 2012). *Crédito bancário continua a ser a principal fonte de financiamento das empresas*. Obtido de Dinheiro vivo.pt: <http://www.dinheirovivo.pt/empresas/credito-bancario-continua-a-ser-a-principal-fonte-de-financiamento-das-empresas/>
- Vaz, S. R. (2015). Determinantes da Estrutura de capital.
- Vojislav Maksimovic e Sheridan Titman. (1991). Financial Policy and Reputation for Product Quality. *The Review of Financial Studies*, vol. 4, issue 1, 175-200.

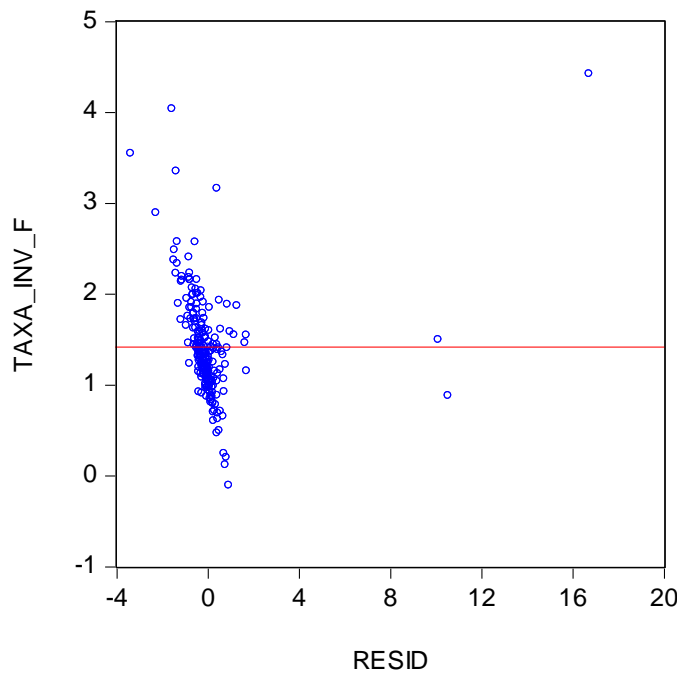
Anexos

MODELO ORIGINAL

Dependent Variable: TAXA_DE_INVESTIMENTO
 Method: Least Squares
 Date: 12/07/17 Time: 17:45
 Sample: 1 229
 Included observations: 229

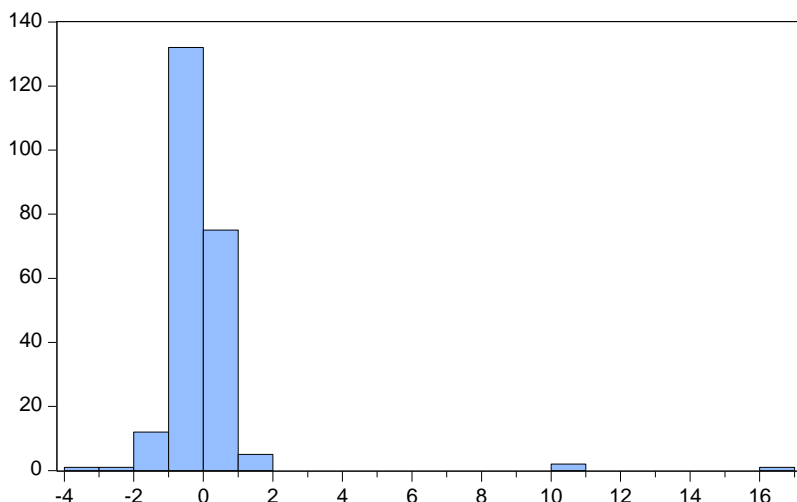
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	1.281	1.1157	1.1485	0.25
C	569	86	80	20
	-	6.1381	-	0.19
PESO CF	7.899312	71	1.286916	95
	-	0.1108	-	0.43
LOG_VN	0.086428	35	0.779794	63
	0.850	0.5118	1.6608	0.09
PASSIVO	057	27	30	82
	3.808	0.7810	4.8758	0.00
RENDIBILIDADE	272	55	07	00
	0.038	0.3311	0.1147	0.90
CUSTO DÍVIDA	001	25	65	87
	0.112	Mean	dependent	1.41
R-squared	212 var			8231
	0.092			1.68
Adjusted R-squared	306	S.D. dependent var		7083
	1.607	Akaike info		3.81
S.E. of regression	334 criterion			2882
	576.1			3.90
Sum squared resid	254	Schwarz criterion		2849
	-	Hannan-Quinn		3.84
Log likelihood	430.5750 criter.			9177
	5.637			1.99
F-statistic	217	Durbin-Watson stat		4603
	0.000			
Prob(F-statistic)	065			

Linearidade



Normalidade

Investimento e situação financeira das empresas portuguesas
Análise da situação financeira e as suas decisões de investimento



Series: Residuals	
Sample 1 229	
Observations 229	
Mean	3.95e-16
Median	-0.138327
Maximum	16.70202
Minimum	-3.392753
Std. Dev.	1.589612
Skewness	7.418300
Kurtosis	69.44407
Jarque-Bera	44225.04
Probability	0.000000

Heterocedasticidade

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	7.087			0.00
	592	Prob. F(20,208)		00
Obs*R-squared	92.81	Prob. Chi-		0.00
	201 Square(20)			00
Scaled explained SS	3011.	Prob. Chi-		0.00
	957 Square(20)			00

MODELO COM DESVIOS – PADRÕES ROBUSTOS

Dependent Variable: TAXA_DE_INVESTIMENTO

Method: Least Squares

Date: 12/07/17 Time: 17:55

Sample: 1 229

Included observations: 229

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.281	0.6990	1.8334	0.0681
	569	04	22	0.12
PESO CF	-	5.0906	-	0.21
	7.899312	49	1.551730	0.08
LOG_VN	-	0.0505	-	0.89
	0.086428	77	1.708836	0.11
PASSIVO	0.850	0.5375	1.5812	0.11
	057	70	97	0.19
RENDIBILIDADE	3.808	2.9072	1.3099	0.16
	272	13	39	0.77
CUSTO DÍVIDA	0.038	0.1334	0.2847	0.61
	001	52	57	
R-squared	0.112	Mean dependent		1.41
	212 var			8231

Investimento e situação financeira das empresas portuguesas
Análise da situação financeira e as suas decisões de investimento

Adjusted R-squared	0.092	S.D. dependent var	1.68
	306	Akaike info	7083
S.E. of regression	1.607	Schwarz criterion	3.81
	334	Hannan-Quinn	2882
Sum squared resid	576.1	Durbin-Watson stat	3.90
	254	Wald F-statistic	2849
Log likelihood	-		3.84
	430.5750		9177
F-statistic	5.637		1.99
	217		4603
Prob(F-statistic)	0.000		1.34
Prob(Wald statistic)	0.245		6764
F-	665		

Multicolinearidade

Variance Inflation Factors

Date: 12/07/17 Time: 17:57

Sample: 1 229

Included observations: 229

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.488	196.3	NA
PESO CF	606	125	7.817
LOG_VN	25.91	11.82	1.080
PASSIVO	471	139	790
RENDIBILIDADE	0.002	106.7	360
DE	558	992	8.047
CUSTO DÍVIDA	0.288	63.75	059
	981	518	4.956
	8.451	35.11	741
	887	554	4.952
	0.017	6.841	491
	809	023	

Coefficientes de correlação

Investimento e situação financeira das empresas portuguesas
Análise da situação financeira e as suas decisões de investimento

	PESO CF	LOG_V N	PASSIV O	RENDI BILIDADE	CUSTO DÍVIDA
PESO CF	1	0.0536	0.2578	-0.0943	0.4163
LOG_V N	0.0536	1	-0.0285	-0.1158	0.0444
PASSI VO	0.2578	-0.0285	1	-0.4160	0.2460
RENDI BILIDADE	-0.0943	-0.1158	-0.4160	1	-0.1414
CUSTO DÍVIDA	0.4163	0.0444	0.2460	-0.1414	1