

Inês Neto Guerreiro

**Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Exportadoras Portuguesas
da Indústria Alimentar**



FACULDADE DE ECONOMIA

2022

UNIVERSIDADE DO ALGARVE

FACULDADE DE ECONOMIA

**Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Exportadoras Portuguesas
da Indústria Alimentar**

Inês Neto Guerreiro

Dissertação para a Obtenção do Grau de Mestre em Finanças Empresariais

Trabalho realizado sob a orientação de:

Professora Doutora Maria Fernanda Ludovina Inácio Matias

Universidade do Algarve

2022

Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Exportadoras Portuguesas da Indústria Alimentar

Declaração de Autoria

Declaro ser o(a) autor(a) deste trabalho, que é original e inédito. Autores e trabalhos consultados estão devidamente citados no texto e constam da listagem de referências incluída.

Inês Neto Guerreiro

.....

(assinatura)

© Copyright: Inês Neto Guerreiro

A Universidade do Algarve tem o direito, perpétuo e sem limites geográficos, de arquivar e publicar este trabalho através de exemplares impressos reproduzidos em papel ou de forma digital, ou por qualquer outro meio conhecido ou que venha a ser inventado, de o divulgar através de repositórios científicos e de admitir a sua cópia e distribuição com objetivos educacionais ou de investigação, não comerciais, desde que seja dado crédito ao autor e editor.

Índice Geral

Índice Tabelas	V
Lista de Abreviaturas	VII
Agradecimentos	VIII
Resumo	IX
Abstract.....	X
1.INTRODUÇÃO	12
1.1. Enquadramento do Problema	12
1.2. Objetivos do estudo.....	13
1.3. Estrutura do estudo.....	14
2.REVISÃO DA LITERATURA E HIPÓTESES	14
2.1. Teorias da estrutura de capital.....	14
2.1.1. Pecking Order (POT) e Trade-off (TOT)	14
2.1.2. Teoria da agência.....	16
2.2. Investigação empírica sobre os determinantes da estrutura de capital.....	16
2.3. Hipóteses de pesquisa	24
2.3.1. Intensidade da exportação	24
2.3.2. Dimensão	24
2.3.3. Rendibilidade.....	25
2.3.4. Tangibilidade.....	25
2.3.5. Crescimento	26
2.3.6. Liquidez.....	26
2.3.7. Benefícios fiscais não associado à dívida.....	27
2.3.8. Idade	27
3. CONTEXTO DO MERCADO PORTUGUÊS.....	28
3.1. Caracterização do mercado exportador	28

3.2. Caracterização da indústria alimentar	32
3.3. Caracterização do mercado exportador da indústria alimentar	34
4. METODOLOGIA	36
4.1. Dados e Amostra	36
4.2. Variáveis	36
4.3. Modelo estatístico	37
5. RESULTADOS DO ESTUDO E DISCUSSÃO	38
5.1. Estatísticas descritivas.....	38
5.2. Análise correlacional.....	39
5.3. Resultados dos modelos e discussão	40
Referências.....	45
Apêndices.....	49
Apêndice A – CAE 10.....	49

Índice Tabelas

Tabela 1 - Determinantes da estrutura de capital – teoria trade-off e teoria pecking order	15
Tabela 2 - Investigação Empírica sobre Determinantes da Estrutura de Capital – Estudos sobre empresas exportadoras.....	20
Tabela 3 - Variáveis dependentes e independentes dos estudos revistos.....	23
Tabela 4 – Síntese das hipóteses – relações esperadas	28
Tabela 5 – Evolução da balança comercial.....	31
Tabela 6 - Volume de negócios - segmentos de atividade.....	33
Tabela 7 - Valor Acrescentado Bruto da Indústria alimentar	34
Tabela 8 - Mercado externo por segmento de atividade (% Bens e Serviços)	35
Tabela 9 - Exportação da Indústria Alimentar	35
Tabela 10 - Variáveis dependentes e independentes.....	36
Tabela 11 - Estatísticas Descritivas	38
Tabela 12 - Matriz de Correlações de Pearson	39

Tabela 13 - Regressão Linear – DMLP	40
Tabela 14 - Regressão Linear – DCP.....	40

Lista de Abreviaturas

AICEP	Agência para o investimento e comércio externo de Portugal
B2B	<i>Business to business</i>
B2C	<i>Business to consumer</i>
CAE	Classificação das Atividades Económicas
DCP	Dívida de curto prazo
DGAV	Direção Geral de Alimentação e Veterinária
DMLP	Dívida de médio e longo prazo
EBIT	Lucro antes dos juros e impostos
INE	Instituto Nacional de Estatística
PIB	Produto Interno Bruto
POT	Teoria da <i>Pecking Order</i>
RAJI	Resultado antes de juros e impostos
SABI	Sistema de Análise de Balanços Ibéricos
TOT	Teoria do <i>Trade-Off</i>
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i>

Agradecimentos

Hoje, tento olhar para o meu percurso em perspectiva, encontro altos e baixos ao longo do meu percurso acadêmico, mas não posso deixar de agradecer a todos os meus amigos e familiares por todo o apoio incondicional.

Gostaria de agradecer em particular à minha orientadora, a Professora Doutora Fernanda Matias, por ter aceitado este desafio, por todas as críticas construtivas, paciência e disponibilidade constante. Obrigada por todos os conhecimentos transmitidos e pela sua motivação.

Um agradecimento muito especial também ao meu namorado, Fernando Guerreiro, que sempre me incentivou e motivou a continuar em frente, e pela sua enorme paciência.

Resumo

O presente estudo visa conhecer os determinantes da estrutura de capital das empresas exportadoras portuguesas da indústria alimentar. Sustenta-se em dados financeiros de uma amostra final composta por 232 empresas, referentes ao período compreendido entre 2014 e 2020.

Visando o objetivo principal do estudo, utilizou-se a base de dados SABI. Foram investigadas as seguintes variáveis explicativas: intensidade de exportação, dimensão, rendibilidade, tangibilidade, crescimento, liquidez, benefícios fiscais não associado à dívida e idade.

Aplicando a regressão linear múltipla robusta, estudou-se o impacto das referidas variáveis no nível de endividamento de médio e longo prazo e de dívida de curto prazo.

O resultado dos modelos de regressão robusta mostra que a dívida de médio e longo prazo tem uma relação positiva e estatisticamente significativa com a tangibilidade e os benefícios fiscais não associados à dívida. Por outro lado, tem uma relação negativa com a rendibilidade, a intensidade da exportação e a dimensão. O modelo da dívida de curto prazo mostra uma relação positiva e estatisticamente significativa com a idade e a intensidade da exportação e negativa com a dimensão, a rendibilidade, a tangibilidade e a liquidez. A variável crescimento não foi significativa neste estudo. O estudo confere algum suporte às predições da *pecking order* e do *trade-off*. As empresas com maior longevidade parece que terão maior facilidade na obtenção de crédito de curto prazo.

A intensidade da exportação, variável não investigada recorrentemente, contribui para explicar a estrutura de capital das empresas em estudo.

Palavras-chave: Estrutura de capital; Exportação; Indústria alimentar; internacionalização.

Abstract

This study aims to know the determinants of the capital structure of Portuguese exporting companies in the food industry. It is based on financial data from a final sample of 232 companies, for the period between 2014 and 2020.

Aiming at the main objective of the study, the SABI database was used. The following explanatory variables were investigated: export intensity, size, profitability, tangibility, growth, liquidity, tax benefits not associated with debt and age.

By applying robust multiple linear regression, the impact of the said variables on the level of medium and long-term debt and short-term debt was studied.

The result of the robust regression models shows that medium and long-term debt has a positive and statistically significant relationship with tangibility and non-debt tax benefits. On the other hand, it has a negative relationship with profitability, export intensity and size. The short-term debt model shows a positive and statistically significant relationship with age and export intensity and a negative one with size, profitability, tangibility and liquidity. The growth variable was not significant in this study. The study provides some support to the pecking order and trade-off predictions. Firms with greater longevity seem to find it easier to obtain short-term credit.

Export intensity, a variable not investigated recurrently, contributes to explain the capital structure of the firms under study.

Keywords: Capital structure; Export; Food industry; Internationalization.

“Making your mark on the world is hard. If it were easy, everybody would do it. But it's not. It takes patience, it takes commitment, and it comes with plenty of failure along the way. The real test is not whether you avoid this failure, because you won't. It's whether you let it harden or shame you into inaction, or whether you learn from it; whether you choose to persevere.”

Barack Obama

1. INTRODUÇÃO

1.1. Enquadramento do Problema

Esta dissertação enquadra-se no âmbito da estrutura de capital. As teorias financeiras desenvolveram-se após a publicação do trabalho de Modigliani e Miller em 1958, intitulado “*The cost of capital, corporation finance and the Theory of Investment*”.

A estrutura de capital consiste na forma como as empresas financiam os seus ativos, utilizando o capital dos sócios/acionistas (capitais próprios) ou o capital dos credores (capitais alheios). A decisão sobre o financiamento da empresa é fundamental na gestão financeira de médio e longo prazo.

Intensa investigação sobre a estrutura de capital sugere que a forma como a empresa se financia afeta o seu custo de capital e o seu valor. Esta temática tem sido objetivo de imensos estudos ao longo das últimas décadas.

As empresas estão expostas aos efeitos da globalização da economia, às crises económicas e financeiras, à concorrência e à menor ou maior facilidade de acesso a novos mercados. Assim, é crucial a diversificação dos mercados de exportação (Magalhães, 2019).

O mercado exportador encontra-se em crescimento. Segundo dados do Instituto Nacional de Estatística (INE, 2021 a), as exportações registaram um aumento de 82,4%, em abril de 2021, em comparação com o mês homólogo de 2020. Tendo em conta, que em 2020 foi um ano de pandemia mundial e as exportações diminuíram consideravelmente, o aumento não é significativo, mas se comparado com o mesmo mês de 2019, verifica-se um crescimento de 8,4%.

Segundo dados do AICEP Portugal Global, o mercado exportador mundial está em constante alteração e modernização; prevê-se que o *e-commerce* (venda e compra de produtos ou serviços via eletrónica, B2C e B2B) em 2040, represente cerca de 95% das suas vendas. Atualmente, a entrada em mercados internacionais é crucial; as empresas portuguesas devem revelar a sua diversificação de produtos e qualidade para revigorar o seu lugar no mercado internacional (AICEP, 2022 a).

A internacionalização configura uma estratégia adequada para maximizar o valor da empresa. Além disso, com a economia emergente e a globalização, as empresas preferem

investir na exportação com o objetivo de vender os seus produtos, angariar novos parceiros comerciais e novos clientes (Albaity e Chuan, 2013).

Dada a relevância da atividade exportadora, este estudo incide sobre empresas exportadoras portuguesas na indústria alimentar, no período compreendido entre 2014 e 2020. Segundo dados do Banco de Portugal, em 2020, o setor alimentar era constituído por 5.902 sociedades (Banco de Portugal, 2022 a).

Em 2020, a indústria alimentar representava 20,85% do peso das exportações no volume de negócios, uma evolução significativa em comparação com o ano de 2014 (18,55%). As empresas com maior capacidade de exportação são as grandes empresas, representam 26,65% das exportações do setor, percentagem superior à média do setor alimentar (Banco de Portugal, 2022 b).

Uma das variáveis a investigar neste estudo será a da intensidade de exportação (IDE), pois é importante entender o impacto que terá na alavancagem. Segundo dados da Pordata, em 2020, os produtos agroalimentares representaram 13,9% do valor de exportação de bens, tendo aumentado 1,4%, face a 2014. Vários estudos empíricos evidenciaram a importância da variável IDE como sejam, Chen e Yu (2011), Pacheco (2016), Lisboa (2017) e Lisboa (2019).

1.2. Objetivos do estudo

Este estudo visa responder às seguintes questões:

- i) Qual é o impacto da internacionalização na dívida de curto prazo e na dívida de médio e longo prazo?
- ii) Quais são os fatores que influenciam o nível de dívida das empresas exportadoras da indústria alimentar em Portugal?

Atendendo às referidas questões, o principal objetivo desta dissertação consiste em investigar os determinantes da estrutura de capital das empresas exportadoras portuguesas da indústria alimentar. Também visa alcançar os seguintes objetivos específicos:

- ✓ Caracterizar o mercado exportador português;
- ✓ Caracterizar o setor alimentar português;

Esta investigação empírica é desenvolvida com base numa amostra de dados extraída da SABI. Abrange 232 empresas da indústria alimentar (CAE 10). Os dados são objeto de tratamento estatístico mediante a aplicação da regressão linear múltipla robusta.

1.3. Estrutura do estudo

A estrutura do estudo é composta por seis capítulos:

O primeiro diz respeito ao enquadramento da temática, à definição dos objetivos e à estrutura do trabalho. O segundo capítulo expõe a revisão da literatura, abordando as várias teorias financeiras, a investigação empírica sobre os determinantes da estrutura de capital no setor exportador e apresenta as hipóteses de pesquisa.

O terceiro capítulo caracteriza o contexto do mercado exportador português e a indústria alimentar. O quarto capítulo contém a definição da amostra, das variáveis e dos modelos estatísticos. O quinto capítulo apresenta os resultados do estudo, nomeadamente as estatísticas descritivas da indústria alimentar exportadora e os resultados dos modelos de regressão, bem como a uma breve discussão.

O último capítulo é destinado às conclusões, salientando as limitações da investigação e sugestões para futuros estudos.

2. REVISÃO DA LITERATURA E HIPÓTESES

2.1. Teorias da estrutura de capital

2.1.1. Pecking Order (POT) e Trade-off (TOT)

Modigliani e Miller (1958) publicaram o trabalho de maior relevância na estrutura de capital, dado que impulsionou a investigação teórica e empírica sobre a temática. Este estudo foi decisivo para o desenvolvimento das teorias da estrutura de capital. Baseou-se nos mercados de capitais perfeitos. Derrogando esses pressupostos, desenvolveu-se a teoria do efeito fiscal (e.g. Modigliani e Miller, 1963), a teoria de custos de agência (e.g. Jensen e Meckling, 1976), a teoria dos custos de falência (e.g. Scott, 1976) e a teoria da informação assimétrica (e.g. Ross, 1977).

Modigliani e Miller (1958) demonstraram que a estrutura de capital não afeta o valor da empresa. Em 1963, Modigliani e Miller considerando o efeito fiscal concluíram que o valor da empresa aumenta com o nível da dívida.

As referidas teorias financeiras da estrutura de capital são normalmente agregadas em: teoria da *pecking order* (POT) e teoria do *trade-off* (TOT).

A teoria do *trade-off* prevê que o financiamento com capital alheio gera benefício fiscal às empresas. A dedução das despesas com juros irá diminuir a base de cálculo dos impostos das empresas, e assim o custo de capital alheio será menor do que o do capital próprio. Por sua vez, o endividamento também implica riscos. É necessário ter em atenção os custos de falência quando o endividamento atinge níveis demasiado elevados. O nível ótimo de alavancagem das empresas resulta do equilíbrio entre os custos de falência e os benefícios fiscais associados à dívida (Kraus e Litzenberg, 1973).

A teoria da *pecking order* (POT) defende que as empresas seguem uma hierarquia de fontes de financiamento, priorizam o financiamento interno e só, posteriormente, o financiamento externo; se surgir a necessidade de financiamento preferem capital próprio a dívida (e.g. Myers, 1984). As fontes de financiamento têm vários custos associados, incluindo custos de assimetria de informação entre investidores e gestores (Myers, 1984). A POT sustenta-se na assimetria de informação.

Com base na investigação produzida sobre as teorias POT e TOT, apresentam-se seguidamente as relações previstas entre um conjunto de determinantes e o nível de dívida.

Tabela 1 - Determinantes da estrutura de capital – teoria *trade-off* e teoria *pecking order*

Determinantes	Teorias – Relações esperadas	
	POT	TOT
Dimensão	+	+
Rendibilidade	-	+
Tangibilidade	+	+
Idade	-	+
Crescimento	+	-
Poupança fiscal não associada à dívida		-
Risco	-	-

Fonte: Setas, 2021.

2.1.2. Teoria da agência

A teoria da agência na estrutura de capital foi introduzida por Jensen e Meckling (1976). Explora os efeitos dos diferentes interesses entre os acionistas detentores da propriedade da empresa e os gestores que têm a função de gerir a empresa. Também exploram os efeitos dos diferentes interesses entre os gestores e os credores.

Os gestores têm acesso a diversas informações que, por vezes, não chegam ao conhecimento dos acionistas, podendo explorar a seu favor a vantagem informativa.

Esperança e Matias (2009) referiam que tanto o capital próprio como o capital alheio originam custos de agência que afetam o valor da empresa. É fundamental encontrar a estrutura de capital ótima que minimiza os custos de agência. Na relação entre os credores e os dirigentes, é de salientar que estes têm estímulo para privar os credores de riqueza através de determinados investimentos que aumentam o risco de incumprimento das obrigações que a empresa tem associadas à dívida.

Esta teoria defende que as empresas devem priorizar o financiamento por dívida, para evitar a existência de *free cash-flow* significativo, que possa ser aplicado em investimentos pouco lucrativos ou originar distribuição de dividendos no final do período (e.g. Jensen, 1986).

2.2. Investigação empírica sobre os determinantes da estrutura de capital

A tabela 2 apresenta as características de 10 estudos empíricos sobre determinantes da estrutura de capital de empresas que registam atividade exportadora. A tabela 3 identifica a fórmula de cálculo das variáveis dependentes e independentes dos referidos estudos empíricos.

Seguidamente, apresenta-se um breve resumo de cada um dos estudos empíricos revistos.

Zang (2020) desenvolveu um estudo sobre o efeito que as reduções dos impostos da exportação detêm sobre a estrutura de capital. Tem como principal objetivo compreender se a existência de descontos fiscais associados à exportação conduz a uma maior probabilidade de acesso à dívida, se afeta a taxa de endividamento via financiamento de investimentos em ativos fixos, se atenua os custos financeiros e se suaviza o financiamento interno.

Trabalhou com 3.220.206 observações sobre as empresas transformadoras chinesas, entre o período de 2007 e 2015. Concluiu que as reduções dos impostos da exportação têm uma relação positiva e significativa com o endividamento e verificou que a redução de imposto suaviza os custos financeiros e o financiamento interno.

Lisboa (2019) publicou um artigo sobre o impacto da intensidade de exportação na estrutura de capital. Utilizou 647 empresas portuguesas da indústria de moldes, no período compreendido entre 2010 e 2017. Os resultados da investigação demonstram que a maioria das variáveis independentes são significativas em relação à dívida. A intensidade das exportações só tem poder explicativo na dívida quando em causa estão empréstimos bancários. Demonstra que os resultados estão de acordo com a hierarquia de fontes de financiamento, ou seja, com a teoria da *pecking order*.

Silva e Lopes (2018) desenvolveram um estudo sobre a internacionalização empresarial e a estrutura de capital. Visou investigar se o nível da dívida das empresas exportadoras aumenta com as exportações para mercados nacionais e diminui quando se exporta para mercados mais arriscados, mercados internacionais. Neste estudo foi utilizada uma amostra de 7.001 empresas exportadoras da indústria manufatureira, com base no modelo dos efeitos fixos.

Os resultados indicaram que os níveis da dívida de curto prazo aumentam nas empresas exportadoras quando exportam para o mercado comunitário.

Lisboa (2017) examinou 277 pequenas e médias empresas exportadoras portuguesas durante 6 anos de modo a pesquisar os determinantes mais relevantes para explicar a estrutura de capital das PME exportadoras durante a crise financeira.

A teoria da *pecking order* revelou-se interessante na explicação dos resultados obtidos, tal como os ativos fixos mostraram ser importantes no financiamento (teoria do *trade-off*). As empresas exportadoras têm tendência a ter mais dívida de curto prazo do que de longo prazo, principalmente pequenas empresas.

Franco (2017) analisou 250 grandes empresas exportadoras portuguesas, com o intuito de identificar os determinantes financeiros mais adequados no seio das empresas portuguesas exportadoras para o mercado europeu. Os resultados evidenciam que as variáveis custos financeiros, valores colaterais e rendibilidade são significativas. Mostram que as particularidades de cada setor condicionam a estrutura de capital. A

reputação e a taxa efetiva afetam a dívida total e a dívida de curto prazo. Os outros benefícios fiscais e a dimensão são significativos apenas na dívida de médio e longo prazo.

Pacheco (2016) analisou empiricamente a relação entre a estrutura de capital de pequenas e médias empresas portuguesas e a exportação. Através de uma análise de dados em painel, considerando uma amostra de 3.164 empresas, entre o período de 2011 a 2014, os resultados demonstraram que a tangibilidade dos ativos, a dimensão, a liquidez, a rendibilidade e a presença em mercados internacionais são os principais fatores que afetam a estrutura de capital das PME's. Concluiu que o processo de internacionalização parece propiciar o endividamento de curto prazo, sendo difícil financiar-se a longo prazo, porventura, devido aos custos de agência e assimetria de informação. Os resultados permitem também concluir que as teorias da *pecking order* e dos custos de agência não são mutuamente exclusivas na explicação da estrutura de capital das PME's em estudo. A teoria da *pecking order* parece a mais evidente, mas os diferentes sectores diferem, já que os custos de agência também estão presentes na internacionalização.

Lopes (2015) investigou os determinantes da estrutura de capital de 7.001 empresas exportadoras portuguesas, no período compreendido entre 2007 e 2013 e aplicou o modelo dos efeitos fixos. A análise considerou quatro variáveis independentes com maior nível de significância: a rendibilidade, a dimensão, o crescimento e os outros benefícios fiscais.

No que concerne à internacionalização, confirmou-se através da variável *dummy* “exportar”, que as empresas com mais de 10% de vendas totais em exportações, têm uma relação positiva com o endividamento de médio e longo prazo, mas em contrapartida têm uma relação negativa com o endividamento de curto prazo. Neste estudo foram incluídos os determinantes “peso das vendas para o mercado comunitário” e “peso das vendas para o mercado extracomunitário”, o primeiro determinante apresenta um resultado inverso, e o segundo determinante não foi significativo para o estudo.

Correia (2014) estudou as pequenas e médias empresas do setor de calçado português. O estudo incidiu sobre 26 empresas entre o período de 2009 e 2013. Para a sua elaboração foram formuladas cinco hipóteses como variáveis explicativas e ajustados três modelos de regressão linear múltipla, utilizando dados em painel.

A dívida de curto prazo possui uma relação negativa com o número de bancos, ao contrário do financiamento de médio e longo prazo. Os modelos estimados mostram que a dimensão da empresa é significativa e positivamente relacionada com o financiamento. As restantes variáveis (incentivos e exportações) explicam o aumento da dívida quando estudadas isoladamente as variáveis dívida de curto e dívida de médio e longo prazo.

Albaity e Chuan (2013) analisaram os determinantes da estrutura de capital das empresas da indústria manufatureira exportadora cotadas na bolsa da Malásia, no período de 2007 a 2011, recorrendo ao modelo de efeitos fixos. O estudo pesquisou o efeito de cinco variáveis independentes: a internacionalização, a dimensão, a rentabilidade, o crescimento e a tangibilidade, testando a relação encontrada com o rácio da dívida. Observou-se que as variáveis tangibilidade e dimensão são significativas e apresentam uma relação positiva com o endividamento total, ao contrário das restantes variáveis que demonstraram estar negativamente relacionadas com o endividamento total.

Por último, Chen e Yu (2011) analisou o impacto do investimento estrangeiro direto e da exportação na estrutura de capital para empresas em economias emergentes. A amostra é composta por 566 empresas taiwanesas e os dados foram retirados do *Taiwan Economic Journal*. Os resultados do estudo indicam que as empresas multinacionais que apresentam um nível elevado de endividamento justificam os argumentos da teoria da agência. Concluíram que a intensidade de exportação tem um impacto negativo no endividamento e a extensão do investimento direto estrangeiro tem um impacto positivo.

Tabela 2 - Investigação Empírica sobre Determinantes da Estrutura de Capital – Estudos sobre empresas exportadoras

Autores	Teorias	Determinantes	Método	Amostra e dados	Principais evidências
Zhang (2020)	Teoria do Trade-off, custo de falência e efeito fiscal	Redução de imposto de exportação; crescimento das vendas; exportação; produtividade total dos fatores; dimensão; idade; Estado; privado.	Método dos mínimos quadrado comuns (OLS), regressão de GMM e a correlação de Pearson e Spearman	Grandes e médias empresas transformadoras chinesas, que incluiu 3.220.206 observações, no período de 2007 a 2015	Redução de imposto de exportação (+) crescimento das vendas (+) exportação (-) produtividade total dos fatores (+) tamanho (+) idade (-) Estado (n.s.) e privado (n.s)
Lisboa (2019)	Teoria de Modigliani e Miller, teoria da agência, Trade-off, Pecking Order	Intensidade de exportação; estrutura dos ativos; rendibilidade; oportunidades de crescimento; benefícios fiscais não associados à dívida; liquidez; risco; dimensão da empresa; idade; crescimento do PIB.	Método dos mínimos quadrado comuns com efeitos fixos. Teste de Hausman	647 empresas portuguesas da indústria de moldes, composta por 4.225 observações, compreendida entre o período de 2010 e 2017	Intensidade de exportação (-) estrutura dos ativos (+) rendibilidade (-) oportunidades de crescimento (-) benefícios fiscais não associados à dívida (-) liquidez (n.s.) risco (-) dimensão da empresa (-) idade (+) crescimento do PIB (+)
Silva e Lopes (2018)	Teoria da Pecking Order e do Trade-off	Outros benefícios fiscais; dimensão; rendibilidade; crescimento; peso das exportações mercado comunitário; peso das exportações no mercado extracomunitário; tangibilidade; volatilidade; taxa efetiva de imposto; nível de inventário; antiguidade.	Modelo de efeitos fixos	7.001 empresas exportadoras na indústria manufatureira, 49.007 observações, no período de 2007 a 2013	Outros benefícios fiscais (+) dimensão (-) rendibilidade (-) crescimento (-) peso das exportações mercado comunitário (+) peso das exportações no mercado extracomunitário (+) tangibilidade (+) volatilidade (+) taxa efetiva de imposto (-) nível de inventário (+) antiguidade (n.s.)
Lisboa (2017)	Teoria da Pecking Order e do Trade-off	Dimensão; rendibilidade; estrutura patrimonial; benefícios fiscais sem dívidas; crescimento; liquidez; idade; intensidade de exportação; efeito da crise; intensidade da dívida.	Dados em painel – Modelo de efeitos fixos	277 PME exportadoras portuguesas, de 2008 a 2014	Dimensão (+) rendibilidade (-) estrutura patrimonial (-) benefícios fiscais sem dívidas (+) crescimento (+) liquidez (-) idade (-) intensidade de exportação (-) efeito da crise (n.s.) intensidade da dívida (n.s)

Autores	Teorias	Determinantes	Método	Amostra e dados	Principais evidências
Franco (2017)	Teoria de Modigliani e Miller, Pecking Order, Trade-off, custos de agência e assimetria de informação	Taxa efetiva de imposto; outros benefícios fiscais; custos de financiamento; risco de negócio; dimensão; capacidade para prestar garantias; reputação; tangibilidade; rendibilidade; crescimento; setor de atividade	Modelo de regressão linear múltipla	250 grandes empresas exportadoras portuguesas do mercado comunitário	Taxa efetiva de imposto (+) outros benefícios fiscais (+) custos de financiamento (+) risco de negócio (+) dimensão (-) capacidade para prestar garantias (-) reputação (-) tangibilidade (-) rendibilidade (-) crescimento (n.s.) setor de atividade (-/+)
Pacheco (2016)	Teoria dos custos de agência, de falência assimetria de informação e da Pecking Order	Presença nos mercados de exportação; presença em mercados fora da EU; presença no mercado da EU; rendibilidade; tangibilidade; tamanho; liquidez total; outros benefícios fiscais além da dívida; risco.	Dados em painel - Modelo de Efeitos Fixos	Amostra de 3.164 PMEs portuguesas, entre o período de 2011 a 2014	Presença nos mercados de exportação (n.s) presença em mercados fora da UE (n.s) presença no mercado da UE (n.s) rendibilidade (-) tangibilidade (-) tamanho (+) liquidez total (-) outros benefícios fiscais além da dívida (-) risco (-)
Lopes (2015)	Teoria de Modigliani e Miller, Pecking Order e Trade-off	Outros benefícios fiscais; risco; dimensão; rendibilidade; crescimento dos ativos; peso das exportações para o mercado comunitário; peso das exportações para o mercado extra-comunitário; tangibilidade do ativo; volatilidade do lucro; taxa efetiva de imposto; nível de inventários; reputação; exportação	Modelos de Efeitos Fixos	7.001 empresas exportadoras portuguesas, no período de 2007 e 2013.	Outros benefícios fiscais (+) risco (-) dimensão (-) rendibilidade (-) crescimento dos ativos (+) peso das exportações para o mercado comunitário (+) peso das exportações para o mercado extra-comunitário (-) tangibilidade do ativo (+) volatilidade do lucro (-) taxa efetiva de imposto (+) nível de inventários (+) reputação (+) exportação (+)
Correia (2014)	Teoria de Modigliani e Miller, Trade-off, Pecking Order, custos de agência e do ciclo de vida das empresas	Dimensão; crescimento; número de bancos; incentivos públicos; peso das exportações.	Correlação de Pearson e regressão linear múltipla	26 PMEs exportadoras do setor do calçado, com um total de 208 observações, no período entre 2009 e 2013.	Dimensão (+) crescimento (+) número de bancos (-) incentivos públicos (-) peso das exportações (-)

Autores	Teorias	Determinantes	Método	Amostra e dados	Principais evidências
Albaity e Chuan (2013)	Teoria do Trade-off e teoria da agência	Internacionalização; dimensão; rentabilidade; crescimento; tangibilidade.	Dados em painel – Modelo de efeitos fixos e regressão dos mínimos quadrados comuns (OLS)	311 empresas internacionalizadas no setor fabril, com um total de 1486 observações, no período de 2007 a 2011.	Internacionalização (-) dimensão (+) rentabilidade (-) crescimento (-) tangibilidade (+)
Chen e Yu (2011)	Teoria da agência, falência e assimetria de informação	Extensão do investimento direto estrangeiro; intensidade de exportação; tamanho da empresa; rentabilidade; volatilidade dos ganhos; tangibilidade; oportunidades de crescimento; efeito da indústria.	Estatística descritiva e correlações de pearson	566 empresas taiwanesas cotadas em bolsa.	Extensão do investimento direto estrangeiro (+) intensidade de exportação (-) tamanho da empresa (-) rentabilidade (-) volatilidade dos ganhos (n.s.) tangibilidade (+) oportunidades de crescimento (n.s.) efeito da indústria (-)

Tabela 3 - Variáveis dependentes e independentes dos estudos revistos

Variável	Definição	Medida	Autores
Dependente			
DT	Dívida Total	Passivo Total / Ativo Total	Correia, 2014; Pacheco, 2016; Franco, 2017; Lisboa, 2017; Lisboa, 2019; Zang, 2020
DMLP	Dívida de Médio e Longo Prazo	Passivo não Corrente / Ativo Total	Correia, 2014; Pacheco, 2016; Franco, 2017; Lisboa, 2017; Lisboa, 2019; Zang, 2020
DCP	Dívida de Curto Prazo	Passivo Corrente / Ativo Total	Correia, 2014; Pacheco, 2016; Franco, 2017; Lisboa, 2017; Lisboa, 2019; Zang, 2020
Independente			
IDE	Intensidade de exportação	Vendas das Exportações / Vendas Totais	Chen e Yu, 2011; Pacheco, 2016; Correia, 2014; Lisboa, 2017; Lisboa, 2019; Zang, 2020
DIM	Dimensão da empresa	Log (Valor de mercado das ações ordinárias)	Chen e Yu, 2011
		Log (Ativo Total)	Correia, 2014; Lopes, 2015; Pacheco, 2016; Lisboa, 2017; Silva e Lopes, 2018, Lisboa, 2019
		Log (Volume de Negócios)	Franco, 2017
REND	Rendibilidade	RAJI / Ativo Total	Chen e Yu, 2011; Lopes, 2015; Silva e Lopes, 2018; Lisboa, 2019
		Resultados Operacionais / Ativo Total Líquido	Franco, 2017
CRESC	Oportunidade de crescimento	Valor de Mercado do Ativo / Valor Contabilístico do Ativo Total	Chen e Yu, 2011
		Ativo (N) – Ativo (N-1) / Ativo Líquido (N-1)	Lisboa, 2017; Silva e Lopes, 2018; Lisboa, 2019
		Log (Volume de negócios (N) / Volume de negócios (N-1))	Correia, 2014;
TANG	Tangibilidade dos ativos	(Ativo Não Corrente + Inventários) / Ativo Total	Pacheco, 2016; Silva e Lopes, 2018; Lisboa, 2019
		Ativo Não Corrente / Ativo Líquido	Lopes, 2015; Silva e Lopes, 2018; Lisboa, 2019
		Ativo Fixo Líquido / Total do Ativo	Chen e Yu, 2011; Lisboa, 2017; Lisboa, 2019
LIQ	Liquidez Total	Ativo Corrente / Passivo Corrente	Pacheco, 2016; Lisboa, 2017; Lisboa, 2019
BFNAD	Outros benefícios fiscais não associados à dívida	Depreciações do exercício / Ativo Total	Lopes, 2015; Pacheco, 2016; Lisboa, 2017; Silva e Lopes, 2018; Lisboa, 2019
		Log (amortizações e depreciações do exercício)	Franco, 2017
IDADE	Idade	Logaritmo (nº de anos desde a constituição da empresa até ao ano em estudo)	Lisboa, 2017; Zang, 2020
		Número de Anos de Atividade	Lopes, 2015; Franco, 2017; Silva e Lopes, 2018; Lisboa, 2019

2.3. Hipóteses de pesquisa

2.3.1. Intensidade da exportação

Chen e Yu (2011) utilizou a variável intensidade de exportação para analisar empresas taiwanesas cotadas em bolsa. Os autores concluíram que esta variável tem uma relação negativa com o rácio da dívida.

Pacheco (2016) evidencia que a presença nos mercados exportadores impacta negativamente com a dívida. Contudo, as empresas com capacidade de exportar apresentam menos restrições na sua liquidez, logo terão mais facilidade no acesso à dívida e ao benefício fiscal associado.

Neste seguimento, Lisboa (2017) utilizou a mesma variável para o seu estudo. Concluiu que a intensidade da exportação é irrelevante para elucidar a forma como as PMEs se financiam. Por sua vez, Lisboa (2019) evidenciou um impacto negativo da referida variável na dívida. Desta forma, a primeira hipótese será:

Hipótese 1: A intensidade da exportação está negativamente relacionada com o rácio da dívida.

2.3.2. Dimensão

A dimensão da empresa é determinante da estrutura de capital, à luz das teorias TOT e POT.

Lisboa (2019) encontrou uma relação negativa entre a dimensão e o endividamento. As grandes empresas têm um maior *cash-flow* e preferem utilizar fundos próprios em vez de financiamento externo. Silva e Lopes (2018) encontraram uma relação negativa e estatisticamente significativa com a dívida. Concluindo que à medida que a dimensão aumenta e com o resultado do aumento do volume das exportações, conseguem diminuir a dependência da dívida, embora tenham mais facilidade de acesso ao endividamento. E os resultados de Albaity e Chuan (2013) demonstraram uma relação positiva entre a dimensão e o rácio da dívida.

O impacto da dimensão pode estar interligado com a maturidade da dívida. As pequenas empresas tendem a ter mais assimetria de informação, logo apresentam maior dificuldade

no acesso à dívida a longo prazo e, por conseguinte, poderão optar por dívida de curto prazo (Lisboa, 2017).

Sugere-se:

Hipótese 2a: A dimensão da empresa tem uma relação positiva com a dívida de longo prazo.

Hipótese 2b: A dimensão da empresa tem uma relação negativa com a dívida de curto prazo.

2.3.3. Rendibilidade

A rendibilidade é umas das variáveis mais investigadas no estudo da estrutura de capital. Lisboa (2017), evidencia que o resultado referente à rendibilidade confere apoio à teoria da *pecking order* (Myers, 1984).

Vários autores anteriormente mencionados investigaram a variável rendibilidade nos seus estudos, tais como, Chen e Yu (2011), Albaity e Chuan (2013), Pacheco (2016) e Lisboa (2019). Concluíram que a rendibilidade tem uma relação negativa com a dívida. Sugere-se:

Hipótese 3: A rendibilidade está negativamente relacionada com o rácio da dívida.

2.3.4. Tangibilidade

A tangibilidade produz o peso que os ativos tangíveis têm no total do ativo. Segundo a teoria do *trade-off*, a tangibilidade terá um impacto positivo na dívida total; quanto maior for o valor de ativos tangíveis, mais elevado será o nível de endividamento (Titman e Wessels, 1988).

Quanto mais garantias as empresas tiverem menor serão os custos de agência, por conseguinte apazigua os conflitos entre os acionistas e os gestores e diminui o nível de assimetria de informação. Assim, a teoria da agência defende uma relação positiva entre a tangibilidade e a alavancagem. A POT advoga relação de idêntica natureza (Jensen e Meckling, 1976).

Pacheco (2016) utilizou este determinante para analisar a relação entre a exportação e a estrutura de capital. Esta variável demonstrou ser das mais importantes no endividamento,

verificando uma relação positiva com a dívida de longo prazo e negativa com a dívida de curto prazo.

Outros estudos empíricos analisados encontraram o mesmo resultado de Pacheco (2016), tais como Albaity e Chuan (2013), Lisboa (2017) e Lisboa (2019) Apresentam-se as seguintes hipóteses:

Hipótese 4a: A tangibilidade tem uma relação positiva com a dívida de longo prazo.

Hipótese 4b: A tangibilidade tem uma relação negativa com a dívida de curto prazo.

2.3.5. Crescimento

Lisboa (2017) utilizou o determinante crescimento no seu estudo e concluiu que o crescimento está positivamente relacionado com o rácio da dívida. A POT advoga uma relação positiva com a dívida, dado que o crescimento exige recursos financeiros adicionais. Por sua vez, a TOT defende uma relação negativa, com base no argumento de que o crescimento reduz o *free cash-flow*, pelo que não se justifica a dívida para gerir a conflitualidade entre proprietários e gestores. Lisboa (2017) evidenciou que o crescimento está positivamente relacionado com a dívida total, tal como os resultados encontrados por Zang (2020).

Outros estudos defendem que o crescimento está negativamente relacionado com a dívida total e comprovam a veracidade do mesmo (Chen e Yu (2011), Albaity e Chuan (2013)). Lisboa (2019), verificou uma relação negativa com a dívida total e de longo prazo, mas positiva com a dívida de curto prazo. Sugere-se:

Hipótese 5: O crescimento está positivamente relacionado com o rácio da dívida.

2.3.6. Liquidez

Pacheco (2016) afirma que empresas em fase de crescimento têm mais facilidade de acesso a empréstimos bancários, a financiamentos de longo prazo e menos de curto prazo. Segundo a teoria da *pecking order*, espera-se uma relação negativa entre a liquidez e a dívida.

Lisboa (2017) testou a variável liquidez e observou uma relação positiva entre a dívida de longo prazo e uma relação negativa com a dívida de curto prazo.

Diversos estudos realizados como sejam Lisboa (2017) e Lisboa (2019), utilizaram esta hipótese para comprovar a mesma relação. Estes estudos atingiram o mesmo resultado: a liquidez está positivamente relacionada com a dívida de longo prazo e negativamente relacionada com a dívida de curto prazo. Sugere-se:

Hipótese 6a: A liquidez está positivamente relacionada com a dívida de longo prazo.

Hipótese 6b: A liquidez está negativamente relacionada com a dívida de curto prazo.

2.3.7. Benefícios fiscais não associado à dívida

DeAngelo e Masulis (1980) introduziram os efeitos fiscais não relacionados com a dívida, como por exemplo as depreciações e o crédito fiscal por investimento.

Pacheco (2016) e Lisboa (2019) concluíram que os benefícios fiscais não associados à dívida têm uma relação negativa com o rácio da dívida. Por sua vez, Lisboa (2017) evidenciou que este mesmo determinante tem uma relação positiva com a dívida. Sugere-se:

Hipótese 7: O benefício fiscal não associado à dívida está negativamente relacionado com o rácio da dívida.

2.3.8. Idade

A teoria do *trade-off* argumenta que as empresas com maior longevidade têm mais facilidade na obtenção de financiamento do que as empresas mais novas, devido à sua reputação, estabilidade e solvabilidade (Lisboa, 2019). Por sua vez, a teoria da *pecking order* defende que as empresas estabelecidas no mercado carecem de menos necessidade de financiamento para a sua atividade. Segundo Myers (1984), as empresas maduras têm mais reservas de capital e, desta forma, será menor a possibilidade de escolherem o capital externo, dando preferência a fundos internos.

Lisboa (2017), Lisboa (2019) e Zang (2020) utilizaram este determinante para analisar se a idade e a dívida teriam uma relação negativa, concluíram que a relação é efetivamente negativa quando se avalia a dívida total, excetuando Lisboa (2019). Esta autora não detetou qualquer impacto na dívida total, mas com relevância no endividamento de longo prazo, onde se verifica um impacto positivo. Sugere-se:

Hipótese 8: A idade está negativamente relacionada com o rácio da dívida.

A tabela 4 sintetiza as relações esperadas entre os determinantes e os rácios de dívida, em conformidade com as hipóteses formuladas.

Tabela 4 – Síntese das hipóteses – relações esperadas

Determinante	Dívida de Longo prazo	Dívida de Curto prazo	Referências
Intensidade de exportação (IDE)	-	-	Chen e Yu (2011); Albaity e Chuan (2013); Correia (2014); Pacheco (2016); Lisboa (2017); Lisboa (2019)
Dimensão (DIM)	+	-	Albaity e Chuan (2013); Pacheco (2016); Lisboa (2017)
Rendibilidade (REND)	-	-	Chen e Yu (2011); Albaity e Chuan (2013); Lopes (2015); Pacheco (2016); Lisboa (2017); Franco (2017); Silva e Lopes (2018); Lisboa (2019)
Tangibilidade (TANG)	+	-	Albaity e Chuan (2013); Pacheco (2016); Lisboa (2017); Lisboa (2019)
Crescimento (CRESC)	+	+	Franco (2017); Lisboa (2017); Zang (2020)
Liquidez (LIQ)	+	-	Pacheco (2016); Lisboa (2017); Lisboa (2019)
Benefícios fiscais não associados à dívida (BFNAD)	-	-	Pacheco (2016); Lisboa (2019)
Idade (IDADE)	-	-	Lisboa (2017); Lisboa (2019); Zang (2020)

3. CONTEXTO DO MERCADO PORTUGUÊS

3.1. Caracterização do mercado exportador

O mercado exportador encontra-se em crescimento. Segundo dados do Instituto Nacional de Estatística (INE), as exportações registaram um aumento de 82,4%, em abril de 2021, em comparação com o mês homólogo de 2020. Quando comparado 2019, verifica-se um crescimento significativo de 8,4% (INE, 2021 a).

O mercado exportador tem evoluído muito ao longo dos anos, motivado pela evolução tecnológica e desenvolvimento dos transportes. As empresas têm desenvolvido novas formas de realizar parcerias e acordos com outros países e mercados (Magalhães, 2019).

Em 2018, o INE registou cerca de 73.208 empresas no setor da exportação de bens. A larga maioria destas empresas tem apenas um ou dois países parceiros, sendo que, cerca de 33.549 têm apenas um país, 5.735 têm parceria com dois países e apenas 961 têm vinte ou mais países (INE, 2021 c).

Segundo a Câmara de Comércio a diversificação dos mercados de exportação deve ser uma prioridade para as empresas portuguesas. O mercado europeu foi e continuará a ser o principal mercado de exportação de bens e serviços nacionais. Segundo dados do INE, cerca de 70% do valor total das exportações portuguesas têm como destino países europeus. A proximidade geográfica e a vantagem competitiva de preço/qualidade tornam Portugal atrativo para os principais mercados europeus, como a Alemanha, Espanha, França e Reino Unido.

Quanto às formas de financiamento no setor exportador, em 2020 é de destacar: outros passivos (25,45%), financiamentos de empresas do grupo (22,56%), empréstimos bancários (20,15%), fornecedores (19,82%), títulos de dívida (9,99%) e outros financiamentos obtidos (2,03%) (Banco de Portugal, 2022 c).

A AICEP apoia diversas empresas que pretendam iniciar o seu processo de exportação de bens e serviços. Segundo a AICEP “a internacionalização empresarial, exportação e investimento direto no estrangeiro, é uma opção estratégica incontornável para potenciar a competitividade das empresas”, e está disponível para auxiliar as empresas, mediante quatro passos para uma internacionalização bem-sucedida (AICEP, 2022 b).

O primeiro passo para a exportação consiste em estruturar um adequado plano de ação personalizado de acordo com as necessidades de cada empresa; esta fase designa-se “diagnóstico” e visa conhecer a empresa em questão e as suas metas. Através deste diagnóstico, consegue-se identificar se a sociedade está preparada para a exportação e internacionalização; se a empresa estiver nesse patamar oferecem um acesso à “MY AICEP”, para selecionarem os mercados pretendidos e iniciar um plano de ação. Se por outro lado, a empresa não reunir os requisitos, a AICEP recomenda os recursos necessários para tal.

O segundo passo consiste na seleção dos mercados pretendidos. A agência ajuda a perceber quais os mercados com maior potencial para cada empresa ou atividade, que obstáculos podem surgir e como ultrapassá-los. Os mercados externos estão repletos de oportunidades e de dificuldades; é indispensável compreender qual é o mercado alvo,

qual o mercado com maior potencial de exportação, os objetivos da empresa e outros mercados que encaixam no perfil.

O terceiro passo consiste no plano de ação a implementar, de acordo com os mercados selecionados. Nesta fase, pode acontecer uma deslocação ao mercado para conhecê-lo melhor, uma ação de capacitação, uma análise das tendências do consumidor, angariação de diversos contactos, *players* do setor e presença em feiras.

O quarto e último passo consiste na entrada no mercado, ou seja, inicia-se a exportação do bem, moldando os produtos ao gosto dos consumidores e conhecendo os seus concorrentes. Por último, é importante acompanhar a colocação dos produtos e o seu consumo para uma melhor supervisão pós-venda.

Mulliqui publicou em 2021 o trabalho “The role of education in explaining technology-intensive exports: a comparative analysis of transition and non-transition economies”, para analisar se a educação explica a exportação intensiva de alta tecnologia de 27 países europeus. A avaliação empírica prevê a hipótese de uma relação positiva entre o nível da população com a educação terciária e a proporção de exportação de média/alta e alta tecnologia numa amostra de 27 países. Os resultados demonstraram que a parte da população com educação terciária desempenha um papel importante na exportação dos bens de tecnologia intensiva nesta amostra, aumentando a quota de mercado das exportações.

Segundo dados da Pordata, Portugal sempre investiu mais em mercados seguros, neste caso em mercados europeus, como a Espanha, França, Alemanha, Reino Unido e Itália. Se compararmos os dados de 2014 com os de 2020, observa-se uma boa evolução no setor da exportação; a procura pelos produtos portugueses foi aumentando consoante a procura por parte dos países consumidores (Pordata, 2021 a).

O nosso maior parceiro comercial é a Espanha, o que é compreensível dada a proximidade geográfica. A Espanha é a 14ª maior economia a nível mundial e a 4ª na Europa, tem um produto interno bruto (PIB) no valor aproximado de 1.098 mil milhões de euros e um PIB per capita de 23.502 de euros (Pordata, 2022 b).

A França, Alemanha, Reino Unido e Itália são países que se destacam também na importação de produtos nacionais. A França, em 2020, registou cerca de 7.300 milhões

de euros, a Alemanha 6.378 milhões de euros, o Reino Unido 3.062 milhões de euros e a Itália com 2.538 milhões de euros (Pordata, 2022 a).

A tabela 5 apresenta dados da balança comercial no período compreendido entre 2014 e 2020.

Tabela 5 – Evolução da balança comercial

UM: 10⁶ euros

Anos		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Saldo da balança comercial	Total	1 371,70	2 520,00	3 174,70	(R) 2 870,8	(R) 1 849,0	(R) 1 558,7	-3 583,30
	Bens	-9 669,30	-9 746,00	-10 012,10	(R) -13 308,5	(R) -15 641,8	(R) -16 286,5	-12 186,10
	Serviços	11 040,90	12 266,00	13 186,80	(R) 16 179,3	(R) 17 490,9	(R) 17 845,2	8 602,80
Exportações	Total	70 350,20	73 837,70	75 684,50	(R) 84 150,7	(R)89 619,3	(R) 93 615,1	74 550,80
	Bens	47 295,50	48 925,50	49 122,20	(R) 53 325,0	(R) 56 209,5	(R) 57 950,4	52 164,20
	Serviços	23 054,70	24 912,20	26 562,30	(R) 30 825,7	(R) 33 409,8	(R) 35 664,7	22 386,70
Importações	Total	68 978,60	71 317,70	72 509,80	(R) 81 279,9	(R) 87 770,3	(R) 92 056,5	78 134,10
	Bens	56 964,80	58 671,50	59 134,30	(R) 66 633,6	(R) 71 851,3	(R) 74 237,0	64 350,30
	Serviços	12 013,80	12 646,20	13 375,50	(R) 14 646,4	(R) 15 919,0	(R) 17 819,5	13 783,80

Nota: (R)= Dados retificados pela entidade responsável.

Fonte: Pordata (2022 c). Elaboração própria

A balança comercial fornece o valor dos bens e serviços que Portugal vende e compra ao estrangeiro. O saldo da balança comercial mostra a relação entre as exportações e as importações, ou seja, se o país exporta mais do que importa ou se importa mais do que exporta. Apresenta o excedente comercial ou um défice comercial.

Em 2014, observa-se 68.978,6 M€ em importações e 70.350,2 M€ em exportações, o que origina um saldo da balança comercial de 1.371,7 M€. No período de 2014 a 2019, a balança comercial apresentou valores positivos, apesar dos valores das importações de bens entre 2014 e 2020 ter excedido o das exportações, o que origina um valor negativo no saldo da balança comercial referente aos bens (Pordata, 2022 c).

No período de 2014 a 2019 a balança comercial total apresenta saldo positivo, devido ao facto do valor da exportação de serviços exceder o da importação.

Para realçar a importância da internacionalização, é importante fazer uma breve análise do mercado extracomunitário. Fora da Europa, também temos um aumento das exportações ao longo dos anos; por exemplo, os Estados Unidos da América em 2019 comprou cerca de 3.036 milhões de euros, embora com uma ligeira descida em 2020, 2.670 milhões de euros. Angola, Brasil, China e Japão são também países parceiros que têm potencial para aumentar a compra dos produtos portugueses. A Croácia, Estónia e Letónia encontram-se no fim da tabela com apenas 0,1% da percentagem de exportações mundiais (Pordata, 2021 a).

3.2. Caracterização da indústria alimentar

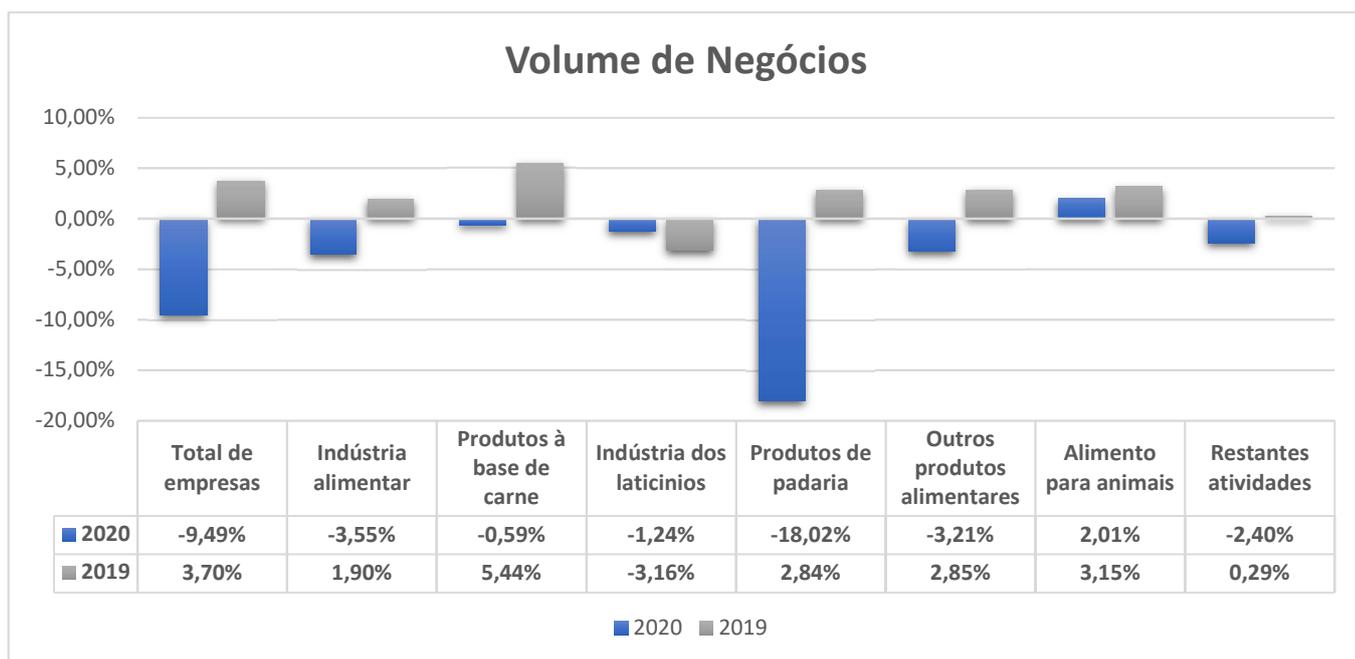
A indústria alimentar tem uma enorme relevância. Respeita ao CAE 10 – Indústrias alimentares, incluída na secção C das Indústrias Transformadoras, da CAE REV3.

Em 2020, existiam em Portugal cerca de 5.902 sociedades na indústria alimentar, correspondendo a 13.315 milhões de euros e a 87.226 funcionários. Em 2014, existiam 6.113 empresas, pelo que em 2020 Portugal perdeu 432 empresas neste setor (Banco de Portugal, 2022 d).

Na indústria alimentar em 2020, 72,01% representam microempresas, 22,13% são pequenas empresas, 4,96% são médias empresas e apenas 0,9% são grandes empresas. Contudo, o volume de negócios das grandes empresas, representa 42,46% do valor global (Banco de Portugal, 2022 d).

Segundo dados do Banco de Portugal, as variações dos volumes de negócios em 2019 e 2020 foram as observadas na tabela 6.

Tabela 6 - Volume de negócios - Segmentos de atividade



Fonte: Banco de Portugal (2022 d). Elaboração própria

Observando a tabela verifica-se que os produtos de padaria, em 2020, sofreram a descida mais significativa, cerca de 18,02%, em comparação com o ano de 2019. O total de empresas em 2020 sofreu uma descida de 9,49%, enquanto em 2019 tinha registado um acréscimo de 3,7%.

Observa-se seguidamente, a distribuição das empresas da indústria alimentar em percentual em 2020:

- Norte – 31,55%
- Centro – 30,55%
- Área Metropolitana de Lisboa – 15,84%
- Alentejo – 13,33%
- Algarve – 3,73%
- Região Autónoma dos Açores – 2,46%
- Região Autónoma da Madeira – 2,54%

A tabela 7 apresenta o valor acrescentado bruto da indústria transformadora e da indústria alimentar no período de 2014 a 2020.

Tabela 7 - Valor Acrescentado Bruto da Indústria alimentar

Ano	Valor acrescentado Bruto (€)		Peso da Indústria Alimentar
	Indústria Transformadora	Indústria Alimentar	
2014	17 433 827 556	2 037 084 632	11,7%
2015	19 239 193 311	2 082 396 750	10,8%
2016	20 159 442 612	2 206 743 139	10,9%
2017	21 853 898 230	2 430 964 613	11,1%
2018	22 471 939 046	2 439 499 288	10,9%
2019	22 864 918 615	2 503 776 168	11,0%
2020	21 135 491 515	2 322 644 538	11,0%

Fonte: INE (2022 d). Elaboração própria

Observa-se que ao longo do período considerado, se tem verificado estabilidade na representatividade da indústria alimentar no conjunto da indústria transformadores, rondando os 11%.

3.3. Caracterização do mercado exportador da indústria alimentar

Nos últimos anos é notória a tendência das empresas do setor alimentar para apostarem na internacionalização do seu negócio, visando acréscimo de competitividade. Com efeito, a internacionalização através da exportação é um modo de crescimento sustentável.

A tabela 8 apresenta o peso do mercado externo na indústria alimentar ao longo do período de 2014 a 2020.

Observa-se que o volume de negócios canalizado para o mercado externo na indústria alimentar, aumentou de 18,55% em 2014 para 20,85% em 2020. Verificou-se uma relativa estabilidade no período considerado. Por segmento de atividade destacou-se o dos laticínios que atingiu 16,26% em 2020.

Tabela 8 - Mercado externo por segmento de atividade (% Bens e Serviços)

Anos	Indústria Alimentar	Produtos Carne	Laticínios	Padaria	Outros Produtos Alimentares	Alimentos para animais	Restante atividade alimentar
2020	20,85	10,51	16,26	14,47	22,59	4,97	37,6
2019	19,44	10,05	14,52	11,77	20,75	4,76	35,92
2018	20,02	10,43	14,36	11,99	20,9	5,5	36,72
2017	20,42	10,81	11,32	11,07	22,9	5,92	36,97
2016	19,98	12,11	10,24	10,3	24,67	6,63	35,17
2015	19,04	12,01	11,87	9,7	21,82	4,9	33,98
2014	18,55	12,09	12,58	9,87	22,51	4,8	33,44

Fonte: Banco de Portugal (2022 e). Elaboração própria

A tabela 9 apresenta a evolução do valor das exportações da indústria alimentar, bem como a variação anual ao longo do período 2014 a 2020.

Tabela 9 - Exportação da Indústria Alimentar

Período	Exportação de bens da Indústria alimentar (€)	Variação Anual (%)
2020	3 711 992 175	-5,74
2019	3 938 012 065	1,46
2018	3 881 307 852	5,31
2017	3 685 717 613	10,62
2016	3 331 837 225	5,87
2015	3 147 166 605	7,53
2014	2 926 872 477	6,23

Fonte: INE (2022 e). Elaboração própria

Observa-se na tabela 9 que as exportações da indústria alimentar apresentam uma variação anual expressiva no período em análise. É de salientar um acréscimo positivo significativo em 2017 face ao ano transato. Por sua vez, em 2020, ano de pandemia verificou-se uma quebra das exportações elevada.

4. METODOLOGIA

4.1. Dados e Amostra

Os dados utilizados neste estudo foram extraídos da base de dados SABI, Bureau van Dijk. Obtiveram-se 539.752 empresas ativas em Portugal, cerca de 31.739 têm atividade de exportação; no entanto, na CAE 10 “indústria alimentar” obtiveram-se dados de 247 empresas, no período compreendido entre 2014 e 2020.

Devido à falta de informação em algumas rubricas essenciais para o estudo, a amostra final é composta por 232 empresas. Foram analisados a demonstração de resultados e o balanço das empresas, extraíndo as rubricas indispensáveis à investigação empírica: passivo de MLP, passivo de CP, total do capital próprio e o passivo, total do ativo, vendas – mercado comunitário, vendas totais, EBIT, resultados operacionais, depreciações do período, ativo corrente e data de constituição.

4.2. Variáveis

A tabela 10 expõe as variáveis investigadas neste estudo empírico, a designação, a abreviatura e o indicador adotado para medir cada uma das variáveis.

Tabela 10 - Variáveis dependentes e independentes

Definição	Variáveis	Medida
Dependentes		
Dívida de Médio e Longo Prazo	DMLP	Passivo não Corrente / Ativo Total
Dívida de Curto Prazo	DCP	Passivo Corrente / Ativo Total
Independentes		
Intensidade de exportação	IDE	Vendas das Exportações / Vendas Totais
Dimensão da empresa	DIM	Log (Ativo Total)
Rendibilidade	REND	RAJI / Ativo Total
Crescimento	CRESC	Ativo (N) – Ativo (N-1) / Ativo Líquido (N-1)
Tangibilidade dos ativos	TANG	Ativo Fixo Líquido / Total do Ativo
Liquidez Total	LIQ	Ativo Corrente / Passivo Corrente
Outros benefícios fiscais não associados à dívida	BFNAD	Depreciações do Exercício / Ativo Total
Idade	IDADE	Logaritmo (nº de anos desde a constituição da empresa até ao ano em estudo)

Fonte: Elaboração Própria

4.3. Modelo estatístico

Para testar o poder explicativo das variáveis independentes relativamente às duas variáveis dependentes em estudo recorreu-se a modelos de regressão linear múltipla robusta, com dados referentes ao período 2014-2020. Por forma a validar a aplicação deste modelo, foram verificados os seus pressupostos, nomeadamente, a homocedasticidade, tendo-se concluído pela aplicação dos testes *breush-pagan*, *cook-weisberg* e *white* que existe heterocedasticidade pelo que se optou pela regressão robusta, segundo a qual os *outliers* têm menor influência nos estimadores e a inexistência de multicolinearidade perfeita, tendo a sua intensidade sido aferida pelos valores VIF (*variance inflation factor*) e pela correlação entre as variáveis independentes. Os valores VIF estão próximos da unidade e os coeficientes de correlação entre os pares de variáveis independentes são baixos, o que indica a inexistência de problemas de multicolinearidade.

O teste F é um teste de significância conjunta dos coeficientes específicos das empresas sob a hipótese nula de ausência de relação.

Seguidamente, procede-se à especificação dos modelos com as duas componentes, a determinística e a aleatória:

Modelos ajustados:

$$\begin{aligned} \text{DMLP} = & \alpha + \beta_1 \times \text{IDE}_{i,t} + \beta_2 \times \text{DIM}_{i,t} + \beta_3 \times \text{REND}_{i,t} + \beta_4 \times \text{TANG}_{i,t} \\ & + \beta_5 \times \text{CRESC}_{i,t} + \beta_6 \times \text{LIQ}_{i,t} + \beta_7 \times \text{BFNAD}_{i,t} + \beta_8 \times \text{IDADE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{DCP} = & \alpha + \beta_1 \times \text{IDE}_{i,t} + \beta_2 \times \text{DIM}_{i,t} + \beta_3 \times \text{REND}_{i,t} + \beta_4 \times \text{TANG}_{i,t} \\ & + \beta_5 \times \text{CRESC}_{i,t} + \beta_6 \times \text{LIQ}_{i,t} + \beta_7 \times \text{BFNAD}_{i,t} + \beta_8 \times \text{IDADE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Legenda:

DMLP - Dívida externo de médio e longo prazo da empresa i, no ano t;

DCP - Dívida externo de curto prazo da empresa i, no ano t;

α – Constante;

$\text{IDE}_{i,t}$ – Intensidade das exportações da empresa i, no ano t;

$\text{DIM}_{i,t}$ - Dimensão da empresa i, no ano t;

$REND_{i,t}$ - Rendibilidade da empresa i , no ano t ;

$TANG_{i,t}$ - Tangibilidade da empresa i , no ano t ;

$CRESC_{i,t}$ - Crescimento da empresa i , no ano t ;

$LIQ_{i,t}$ - Liquidez da empresa i , no ano t ;

$BFNAD_{i,t}$ - Outros benefícios fiscais não associados à dívida da empresa i , no ano t ;

$IDADE_{i,t}$ - Idade da empresa i , no ano t ;

$\varepsilon_{i,t}$ - Erro do modelo

5. RESULTADOS DO ESTUDO E DISCUSSÃO

5.1. Estatísticas descritivas

As estatísticas descritivas das variáveis dependentes e independentes são apresentadas na tabela 11. Observa-se que as empresas do estudo apresentam uma intensidade média de exportação de 8,15%, ou seja, as receitas provenientes da exportação são inferiores a 10% do seu total. As empresas em estudo revelam um crescimento elevado nos seus ativos, um bom nível de liquidez, mas uma fraca rendibilidade. Financiam mais de 50% das suas aplicações com dívida de curto prazo.

Tabela 11 - Estatísticas Descritivas

Variáveis	Média	Desvio Padrão
$IDE_{i,t}$	0,0815	0,1964
$DIM_{i,t}$	2,6260	0,7718
$REND_{i,t}$	-0,0272	0,4241
$TANG_{i,t}$	0,3742	0,2531
$CRESC_{i,t}$	0,2721	1,6456
$LIQ_{i,t}$	3,1594	7,0476
$BFNAD_{i,t}$	0,0505	0,0502
$IDADE_{i,t}$	1,0647	0,4245
DMLP	0,3385	0,6138
DCP	0,5562	1,2308

Nota: As variáveis encontram-se definidas na tabela 10.

Fonte: Elaboração própria

5.2. Análise correlacional

A tabela 12 apresenta a matriz de correlações das variáveis investigadas.

Verifica-se que a generalidade das correlações entre as variáveis independentes são inferiores a 30%, logo de acordo com Gujarati e Porter (2010) o problema de colinearidade entre essas variáveis não será relevante.

Tabela 12 - Matriz de Correlações de *Pearson*

	DMLP _{i,t}	DCP _{i,t}	DIM _{i,t}	REND _{i,t}	CRESC _{i,t}	TANG _{i,t}	LIQ _{i,t}
DMLP _{i,t}	1,0000						
DCP _{i,t}	0,0525 **	1,0000					
DIM _{i,t}	-0,2116 ***	-0,2233 ***	1,0000				
REND _{i,t}	-0,1584 ***	-0,4580 ***	0,2206 ***	1,0000			
CRESC _{i,t}	-0,0032	-0,0213	-0,0443	0,0003	1,0000		
TANG _{i,t}	0,1216 ***	-0,1495 ***	0,1783 ***	0,0386	0,0808 **	1,0000	
LIQ _{i,t}	0,0347	-0,1355 ***	-0,1049 **	0,0397	-0,0043	-0,0909 **	1,0000
BFNAD _{i,t}	0,1784 ***	-0,0109	-0,2106 ***	-0,0468 *	-0,0499 *	0,3066 ***	-0,0185
IDADE _{i,t}	-0,0880 **	-0,0453 *	0,3917 ***	0,0734 **	-0,2542 ***	-0,0084	-0,0083
IDE _{i,t}	-0,0782 **	0,0317	0,1338 ***	0,0303	-0,0009	-0,0620 **	-0,0039

Nota: 1) As variáveis encontram-se definidas na tabela 10.

2)***Nível de significância de 1%

**Nível de significância de 5%

* Nível de significância de 10%

Verifica-se que o nível de dívida de médio e longo prazo tem uma correlação positiva e estatisticamente significativa com a tangibilidade e com os outros benefícios fiscais não associados à dívida. E apresenta uma relação negativa e significativa com as seguintes variáveis: dimensão, rentabilidade, idade e a intensidade de exportação. Por sua vez, a dívida de curto prazo revela uma relação negativa e estatisticamente significativa com a dimensão, a rentabilidade, a tangibilidade, a liquidez e a idade.

A intensidade de exportação, variável fundamental deste estudo, tem uma relação significativamente positiva com a dimensão e negativa com a dívida de médio e longo prazo e com a tangibilidade.

5.3. Resultados dos modelos e discussão

Apresentam-se nesta seção os resultados dos modelos explicativos do endividamento de médio e longo prazo e do endividamento de curto prazo.

Tabela 13 - Regressão Linear – DMLP

DMLP	Coef	Std Err	t	P> t
DIM	-0,1028	0,0266	-3,87	0,000
REND	-0,5908	0,2139	-2,76	0,006
CRESC	0,0124	0,0083	1,50	0,134
TANG	0,2900	0,0590	4,92	0,000
LIQ	0,0036	0,0022	1,62	0,105
BFNAD	1,5472	0,5560	2,78	0,005
IDADE	-0,0071	0,0394	-0,18	0,856
IDE	-0,9578	0,0450	-2,13	0,033
CONSTANTE	0,4180	0,0742	5,63	0,000

Nota: As variáveis encontram-se definidas na tabela 10

F (8, 1182)= 15,89

Prob>F= 0,0000

R-squared= 15,29%

Tabela 14 - Regressão Linear – DCP

DCP	Coef	Std Err	t	P> t
DIM	-0,1554	0,0412	-3,87	0,000
REND	-1,1332	0,2101	-5,39	0,000
CRESC	-0,0068	0,0137	-0,50	0,617
TANG	-0,4002	0,0767	-5,22	0,000
LIQ	-0,0268	0,0067	-3,99	0,000
BFNAD	-0,1786	0,4641	-0,38	0,700
IDADE	0,1298	0,0530	2,45	0,015
IDE	0,1744	0,0888	1,96	0,050
CONSTANTE	0,9962	0,1258	7,92	0,000

F (8, 1182)= 9,13

Prob>F=0,0000

R-squared= 34,67%

Nos modelos a maior parte das variáveis são estatisticamente significativas. Observam-se os seguintes resultados:

O endividamento de médio e longo prazo tem uma relação positiva e estatisticamente significativa com a tangibilidade e os benefícios fiscais não associados à dívida. Por sua vez, essa relação é negativa com a rendibilidade, a intensidade de exportação e a dimensão.

O endividamento de curto prazo tem uma relação positiva e estatisticamente significativa com a idade e a intensidade da exportação e negativa com a dimensão, a rendibilidade, a tangibilidade e a liquidez.

Seguidamente, procede-se a análise dos resultados face às hipóteses formuladas e tendo em conta a investigação empírica revista.

Intensidade de exportação: A relação da dívida de médio e longo prazo com a intensidade da exportação é negativa, tal como observado nos estudos de Chen e Yu (2011), Correia (2014), Pacheco (2016), Lisboa (2017), Lisboa (2019) e de Albaity e Chuan (2013). Ao contrário, a dívida de curto prazo apresenta uma relação positiva com a intensidade de exportação, tal como observado nos estudos de Lopes (2015) e Silva e Lopes (2018). Logo rejeita-se a hipótese 1 no que concerne à dívida de curto prazo, mas não se rejeita no que respeita à dívida de médio e longo prazo.

Dimensão: Os resultados obtidos mostram que os coeficientes da variável dimensão em ambas as regressões são negativos, pelo que se rejeita a hipóteses 2a, mas não se rejeita a hipóteses 2b.

Obteve-se resultado idêntico ao dos estudos de Lopes (2015), Franco (2017), Silva e Lopes (2018) e Lisboa (2019).

A relação encontrada está de acordo com a predição da *pecking order*, o que confere apoio ao financiamento de acordo com uma hierarquia das fontes de financiamento.

Rendibilidade: A relação entre a rendibilidade e o endividamento de curto prazo refletem uma conexão negativa, tal como o previsto, e observado em análises antecedentes como Lisboa (2017), Franco (2017), Silva e Lopes (2018), entre outros. A alavancagem de médio e longo prazo apresenta uma relação negativa com a rendibilidade. Face aos

resultados não se rejeita a hipótese 3. Estes resultados suportam a teoria da *pecking order*, uma vez que as empresas rendíveis tendem a utilizar menos dívida.

Crescimento: Os resultados sugerem que a variável não contribui para explicar o nível de dívida das empresas investigadas. Lisboa (2017) concluiu que a variável crescimento também não tinha significância na dívida de médio e longo prazo. Franco (2017) observou que esta variável não apresentou qualquer relação significativa com o nível da dívida.

Tangibilidade: A variável tangibilidade apresenta uma relação positiva com a dívida de médio e longo prazo, e negativa com a dívida de curto prazo, ambas estatisticamente significativas. Assim sendo, não se rejeita as hipóteses 4a e 4b. Os resultados acompanham os de outros estudos empíricos relacionados com o setor exportador como Pacheco (2016), Albaity e Chuan (2013), Lisboa (2017) e Lisboa (2019).

Sucedem que os ativos tangíveis das empresas exportadoras do setor alimentar podem favorecer a diminuição dos custos de agência e de assimetria de informação. As empresas com menos ativos tangíveis serão conduzidas para o endividamento a curto prazo. Os resultados conferem suporte às teorias do *trade-off* e da *pecking order*.

Liquidez: Os resultados apresentam uma relação negativa estatisticamente significativa com a dívida de curto, pelo que não se rejeita a hipótese 6b. Este resultado revela que as empresas exportadoras com uma elevada liquidez tendem a ter um menor nível de endividamento. Resultados idênticos foram encontrados nos estudos de Pacheco (2016) e Lisboa (2017). A relação com a dívida de médio e longo prazo não é estatisticamente significativa.

Benefícios fiscais não associados à dívida: Na variável benefícios fiscais não associados à dívida apresenta uma relação positiva com a dívida de médio e longo prazo, pelo que se rejeita a hipótese 7. A relação com a dívida de curto prazo não é estatisticamente significativa. Os proprietários e os gestores das empresas estudadas não parecem considerar as fontes alternativas ao benefício fiscal de juros nas suas decisões.

Idade: A relação observada entre a idade da empresa e o endividamento conduz à rejeição da hipótese 8. A relação não é estatisticamente significativa com o endividamento de médio e longo prazo, e é positiva e estatisticamente significativa com a dívida de curto

prazo. Os resultados mostram que as empresas com mais idade têm um nível de reputação que lhes facilita o acesso ao crédito de curto prazo.

6. CONCLUSÕES

Este estudo recai sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas exportadoras da indústria alimentar (CAE 10), ou seja, inclui empresas que tenham vendas para o mercado comunitário.

Segundo dados do Instituto Nacional de Estatística, em 2020 as exportações do setor agroalimentar tiveram um impacto positivo, apresentaram um crescimento de 2,5% nas exportações. A indústria alimentar exportadora foi o único que apresentou um crescimento em 2020, todos os outros setores exportadores encontravam-se negativos devido à pandemia mundial existente (INE, 2022).

Na investigação empírica foram revistos diversos estudos realizados na área exportadora que investigam os determinantes da estrutura de capital. Foram estudadas duas variáveis dependentes para medir a alavancagem: a dívida de médio e longo prazo e a dívida de curto prazo e oito variáveis independentes: intensidade de exportação, dimensão, rendibilidade, tangibilidade, crescimento, liquidez, benefícios fiscais não associados à dívida e idade.

O estudo analisou as variáveis explicativas referidas anteriormente e verificou-se qual seria a influência na estrutura de capital das empresas exportadoras da indústria alimentar. Aplicou-se uma regressão linear múltipla robusta à semelhança de Correia (2014) e Franco (2017), para analisar uma amostra final de 232 empresas, no período compreendido entre 2014 e 2020.

O resultado dos modelos de regressão robusta mostra que a dívida de médio e longo prazo tem uma relação positiva e estatisticamente significativa com a tangibilidade e os benefícios fiscais não associados à dívida. Por outro lado, tem uma relação negativa com a rendibilidade, a intensidade da exportação e a dimensão. O modelo da dívida de curto prazo mostra uma relação positiva e estatisticamente significativa com a idade e a intensidade da exportação e negativa com a dimensão, a rendibilidade, a tangibilidade e a liquidez. A variável crescimento não foi significativa neste estudo. O estudo confere

algum suporte às predições da *pecking order* e do *trade-off*. As empresas com maior longevidade parece que terão maior facilidade na obtenção de crédito de curto prazo.

A intensidade da exportação, variável não investigada recorrentemente, contribui para explicar a estrutura de capital das empresas em estudo. As empresas com maior valor percentual de vendas canalizado para a exportação, apresentam-se mais endividadas a curto prazo e com menos dívida de médio e longo prazo. Essas empresas tendem a ser observadas como mais robustas, com uma maior diversificação do seu risco, com maior dimensão, características propiciadoras a menores problemas de agência e de informação assimétrica e, por conseguinte, sugeriu-se uma relação negativa com a dívida. Tal não se verificou na dívida de curto prazo, o que poderá ser explicado pelo facto de as empresas necessitarem de crédito de curto prazo para cumprirem as diferentes exigências que a operação exportadora impõe.

O presente estudo tem algumas limitações. Devido à falta de informação em algumas rubricas, o número de observações não é igual para todas as variáveis. A dimensão da amostra é relativamente pequena. Os resultados não poderão ser extrapolados para o setor, circunscrevem-se à amostra investigada.

Como sugestões de investigação, seria interessante estender este estudo às empresas portuguesas que exportam para o mercado comunitário e extracomunitário. Seria igualmente cativante alargar o estudo a outros países e averiguar a consistência dos resultados.

Referências

AICEP Portugal Global (2022 a). Disponível em: <https://www.portugalexporta.pt/tudo-sobre-exportar-ecommerce>. (Acedido em: 2022)

AICEP Portugal Global (2022 b). Disponível em: [Selecionar mercados | 4 Passos Internacionalização | Portugal Exporta](#) (Acedido em: 2022)

Albaity, M., & Chuan, A., 2013. Internationalization and capital structure: Evidence from Malaysian manufacturing firms. *Asian Journal of Finance and Accounting*, 5(2), 329-342.

Banco de Portugal (2022 a). Disponível em: <https://bpstat.bportugal.pt/serie/12637951> (Acedido em: 2022)

Banco de Portugal (2022 b). Disponível em: <https://bpstat.bportugal.pt/share/?svid=1099&lang=PT> (Acedido em: 2022)

Banco de Portugal (2022 c). Disponível em: <https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/publicacoes/1522> (Acedido em: 2022)

Banco de Portugal (2022 d). Disponível em: <https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/publicacoes/1163> (Acedido em: 2022)

Banco de Portugal (2022 e). Disponível em: <https://bpstat.bportugal.pt/share/?svid=982&lang=PT> (Acedido em: 2022)

CAE (Revisão 3). Disponível em https://www.ine.pt/ine_novidades/semin/cae/CAE_REV_3.pdf (Acedido em: 2022)

Chen, C.J., & Yu, C.-M. J. (2011). FDI, export, and capital structure. *An Agency Theory Perspective*, 295–320.

Correia, S. I. (2014). *A Estrutura de Financiamento das PME Exportadoras do Setor do Calçado*. Dissertação de mestrado não publicada, Instituto Politécnico do Porto.

DeAngelo H. & Masulis, R. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8 (1), 3-29.

Esperança, J. P., & Matias, F. (2009). *Finanças Empresariais*. Texto Editores,Lda.

Franco, S. M. (2017). *As estruturas de capital nas empresas exportadoras em Portugal*. Dissertação de mestrado não publicada, Instituto Politécnico de Setúbal.

Gujarati, D. & Porter, D. (2010). *Essentials of Econometrics* (4th edition). New York: McGraw Hill International.

INE (2021 a). Disponível em:

https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaques&DESTAQUESdest_boui=472735082&DESTAQUEStema=55448&DESTAQUESmodo=2 (Acedido em: 2021)

INE (2021 b). *Empresas em Portugal 2018*. Instituto Nacional de Estatística, I.P. Lisboa. (Acedido em: 2021)

INE (2021 c). Disponível em:

<https://www.pordata.pt/Portugal/Exporta%C3%A7%C3%B5es+de+bens+total+e+por+principais+pa%C3%ADses+parceiros+comerciais-2346> (Acedido em: 2022)

INE (2022 d). Disponível em:

[https://www.pordata.pt/Portugal/Valor+acrescentado+bruto+total+e+por+ramo+de+atividade+\(base+2016\)-2293](https://www.pordata.pt/Portugal/Valor+acrescentado+bruto+total+e+por+ramo+de+atividade+(base+2016)-2293) (Acedido em: 2022)

INE (2022 e). Disponível em:

https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&contacto=pi&indOcorrCod=0005719&selTab=tab0&xlang=pt (Acedido em: 2022)

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305- 360.

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 33(4), 911-922.

Lisboa, I. (2017). Capital structure of exporter SMEs during the financial crisis: Evidence from Portugal. *European Journal of Management Studies*, 22(1), 25- 49.

Lisboa, I. (2019). Capital Structure Choices and Exports: the Case of the Portuguese Mold Industry. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 13(4), 23-45.

Lopes, C. M. (2015). *Os determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Exportadoras Portuguesas*. Dissertação de mestrado não publicada, Instituto Politécnico do Porto.

Magalhães, P. (2019). A importância dos novos mercados de exportação. Obtido de Câmara de Comércio: <https://www.ccip.pt/pt/menu-media/noticias//1855-a-importanciados-novos-mercados-de-exportacao> (Acedido em: 2021)

Modigliani, F., e Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Mulliqi, A. (2021). The role of education in explaining technology-intensive exports: a comparative analysis of transition and non-transition economies. *Eastern journal of European studies*, 12, 141 – 172.

Myers, S. C. (1984) The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.

Pacheco, L. (2016). Capital structure and internationalization: The case of Portuguese industrial SMEs. *International Business and Finance*, 38 (2016), 531 – 545.

Pereira, O. M. (2012). *Estudo Empírico sobre os determinantes da estrutura de capital em Portugal*. Dissertação de mestrado não publicada, Universidade dos Açores.

PORDATA (2021 a), Estatísticas. Disponível em:

<https://www.pordata.pt/Portugal/Exporta%C3%A7%C3%B5es+de+bens+total+e+por+principais+pa%C3%ADses+parceiros+comerciais-2346>. (Acedido em: 2021)

PORDATA (2022 b), Estatísticas. Disponível em:

<https://qa05.pordata.pt/Europa/Quota+de+mercado+das+exporta%C3%A7%C3%B5es+mundiais-2664> (Acedido em: 2022)

PORDATA (2022 c), Estatísticas. Disponível em:

<https://www.pordata.pt/Portugal/Balan%C3%A7a+comercial-2594> (Acedido em: 2022)

Rodrigues, A. (2012). *Modelo de Regressão Linear e suas Aplicações*. Relatório de Estágio para obtenção do grau de mestre não publicada, Universidade da Beira Interior.

- Ross, S. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8 (1), 23-40.
- Rosário, A. S. (2019). *As Estruturas de Capitais das Empresas Exportadoras para o Mercado Extracomunitário*. Dissertação de mestrado não publicada, Instituto Politécnico de Setúbal.
- Serrasqueiro, Z., & Caetano, A., (2015). Trade-off theory versus pecking order theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*. 16(2): 445-466.
- Setas, M. I. O. (2021), *Determinantes da Estrutura de capital das PME: Estudo Empírico sobre a região do Algarve*, Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade do Algarve.
- Silva, A., & Lopes, C. (2018). Determinantes da estrutura de capital em empresas industriais exportadoras portuguesas, *Egitania Scientia*, ISSN: 1646-8848.
- Silva, C. M. (2017). *A Comparative Analysis of Financing Decisions, in export and non-export sectors in Portugal*. Dissertação de mestrado não publicada, Universidade Católica Portuguesa.
- Scott, J. (1976). A theory of optimal capital structure. *Bell Journal of Economics*, 7 (1), 33-54.
- Titman, S., e Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43 (1), 1-19.
- Vieira, E., & Novo, A. (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. *Estudo do ISCA*, Série IV (2).
- Zhang, D. (2020). Is export tax rebate a quality signal to determine firms' capital structure? A financial intermediation perspective. *Research in International Business and Finance*.

Apêndices

Apêndice A – CAE 10

<i>CAE – Secção C</i>	<i>Denominação do CAE</i>
10	Indústrias alimentares
11	Indústria das bebidas
12	Indústria do tabaco
13	Fabricação de têxteis
14	Indústria do vestuário
15	Indústria do couro e dos produtos do couro
16	Indústrias da madeira e da cortiça e suas obras, exceto mobiliário; fabricação de obras de cestaria e de espartaria
18	Impressão e reprodução de suportes gravados
23	Fabricação de outros produtos minerais não metálicos
25	Fabricação de produtos metálicos, exceto máquinas e equipamentos
31	Fabricação de mobiliário e de colchões
17 + 19 + 20 + 21 + 22 + 24 + 26 + 27 + 28 + 29 + 30 + 32	Outras indústrias transformadoras
33	Reparação, manutenção e instalação de máquinas e equipamentos

Fonte: INE (2022)

Designação do CAE 10:

<i>CAE - 10</i>	<i>Designação</i>
101	Abate de animais, preparação e conservação de carne e de produtos à base de carne
102	Preparação e conservação de peixes, crustáceos e moluscos
103	Preparação e conservação de frutos e de produtos hortícolas
104	Produção de óleos e gorduras animais e vegetais
105	Indústria de lacticínios
106	Transformação de cereais e leguminosas; fabricação de amidos, de féculas e de produtos afins
107	Fabricação de produtos de padaria e outros produtos à base de farinha
108	Fabricação de outros produtos alimentares
109	Fabricação de alimentos para animais

Fonte: INE (2022)