

ÁREA CIENTÍFICA: CONTABILIDADE E FINANÇAS

**A ESTRUTURA FINANCEIRA E A PRODUTIVIDADE DA INDUSTRIA TRANSFORMADORA  
PORTUGUESA: O CASO DAS EMPRESAS EXPORTADORAS/IMPORTADORAS**

Rui Manuel Sobral Rita, [rrita@esce.ips.pt](mailto:rrita@esce.ips.pt)

Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal  
Campus do IPS – Estefanilha  
2914-503 SETÚBAL

Francisco José Mendes Leote, [fleote@esce.ips.pt](mailto:fleote@esce.ips.pt)

Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal  
Campus do IPS – Estefanilha  
2914-503 SETÚBAL

**RESUMO**

Neste trabalho procura-se analisar a relação da produtividade e da estrutura financeira das empresas com o facto de serem exportadoras ou importadoras. A literatura financeira aponta para que as empresas que realizam este tipo de operações se apresentem mais produtivas e possuam um maior acesso ao mercado financeiro. De facto, os resultados obtidos nos modelos econométricos, comprovam que são as empresas com operações de importações ou exportações que apresentam uma maior produtividade face às que não realizam este tipo de operações. Esta situação é mais evidente nas empresas que realizam, em simultâneo, exportações e importações. Também são estas empresas que apresentam maiores níveis investimento em I&D e maior facilidade de acesso ao mercado financeiro para obterem financiamento de MLP. Existe uma relação positiva entre a dimensão e a realização de operações de comércio internacional e entre o investimento em I&D e a produtividade.

**ABSTRACT**

The aim of this study is to analyze the relationship between productivity and financial structure of enterprises and fact that they are exporting or importing. The literature suggests that financial companies that carry out such operations appear be more productive and have a better access to financial markets. Indeed, the results obtained in econometric models, demonstrate that companies with imports or exports operations have a higher productivity comparing with companies that do not conduct such operations. This is most evident in companies which doing at the same time, exports and imports. The results demonstrate that are these companies with the highest R & D investment

levels and have a better access to financial market to obtain long term financing. There is a positive relationship between size and be a company with international trade operations, also between investment in R & D and productivity.

PALAVRAS CHAVE: Estrutura Financeira, Produtividade, Valor Acrescentado, Exportações e Importações.

## 1. INTRODUÇÃO

A internacionalização é a estratégia mais complexa que qualquer empresa pode tomar. O acelerado processo da globalização das economias tem implicado uma maior necessidade de adopção desta estratégia (Fernández e Nieto, 2005). Desta forma, as empresas cada vez mais têm que considerar o mercado global como sua área de actuação e não se restringirem unicamente ao mercado nacional. A transposição das fronteiras do mercado nacional pode trazer benefícios para as empresas. A literatura financeira refere que as empresas que adoptam uma estratégia de internacionalização realizando operações com o exterior poderão observar melhorias na sua produtividade e maior facilidade de acesso ao mercado financeiro.

Neste estudo pretende-se verificar se existe diferenças entre as estruturas financeiras e a produtividade das empresas que realizam exportações e/ou importações face às que não realizam este tipo de operações. Este objectivo resultou do facto da literatura financeira apontar que este factor pode ser um importante determinante para essas duas variáveis.

## 2. A ESTRUTURA FINANCEIRA DAS EMPRESAS E A ESTRATÉGIA

A adopção de uma estratégia de exportação (internacionalização) também pode ser entendida como uma forma de diversificar a actividade e diminuir o risco associado à empresa, além de poder transmitir uma imagem de competitividade e de capacidade organizativa. Este aspecto pode facilitar o acesso ao mercado financeiro. A diversificação implica, normalmente, uma diminuição do risco da empresa, levando a que potenciais financiadores externos se apresentem mais disponíveis para disponibilizarem fundos à empresa. Além de que, as exportações podem representar a qualidade de organização da empresa. Assim, emerge um campo de investigação nas finanças empresariais que consiste em procurar clarificar a forma como a formalização estratégica das empresas determina a sua decisão de financiamento.

Uma teoria que vem sendo apresentada em trabalhos recentes sobre a estrutura de capitais, é a do relacionamento entre essa estrutura com a estratégia da empresa, isto é, a **estrutura de capitais é uma função da estratégia adoptada pela empresa**. Os modelos de estrutura de capitais desta corrente têm vindo a surgir em várias literaturas, usando as características e princípios da organização industrial (Harris e Raviv, 1991). Os autores dividem estes modelos em duas categorias: Uma classe de abordagens em que se explora a relação entre a estrutura de capitais da empresa com a estratégia de mercado adoptada e uma outra classe em que se explora a relação entre a estrutura de capitais com

as características dos inputs ou outputs da empresa. A polaridade entre as decisões financeiras e a estratégia, duas áreas de investigação que tradicionalmente são estudadas separadamente, tem vindo a esbater-se devido às eventuais ligações que poderão existir entre ambas. Desta forma, é relevante compreender a forma como estas duas áreas se interrelacionam. Esta relevância resultado do facto da ligação entre a estratégia e as decisões financeiras estar largamente pouco explorada (Rocca, 2008). Barton e Gordon (1987) referem que o estudo da estratégia empresarial complementa os paradigmas tradicionais das finanças e enriquece a compreensão da decisão sobre a estrutura de capitais. Em adição às razões fiscais, o valor da empresa pode ser afectado pelas decisões de financiamento no momento em que a assimetria de informação entre gestores e stakeholders é notada ou quando as decisões “reais” diferem das decisões de financiamento devido a problemas de agência ou, se os custos da falência são gerados devido ao endividamento. Por isso, é importante compreender melhor a potencial relação entre a estrutura de capital e a estratégia empresarial.

O estudo da ligação entre a estratégia empresarial e a estrutura de capitais começou a ser desenvolvida durante os anos oitenta com as maiores contribuições a emergirem durante os anos noventa. Geralmente, uma reduzida atenção tem sido dada ao papel da estratégia empresarial na escolhas financeiras. Em particular, estudos na interacção entre a diversificação e estrutura de capital tornaram-se de interesse devido à sua associação a implicações estratégicas na gestão da empresa. De facto, começou com o estudo de Jensen e Meckling (1976) e, desde então, o estudo das escolhas financeiras têm evoluído por causa da interacção próxima entre a estrutura de capitais e as escolhas de gestão (Rocca, 2008). Durante os anos oitenta, diversos investigadores, motivados pela ligação entre as escolhas de investimento e de financiamento, analisaram a relação entre a diversificação e a estrutura de capitais (Titman, 1984; Barton e Gordon, 1987 e 1988; Williamson, 1988, Titman e Wessels, 1988).

Segundo Rocca (2008), o efeito da diversificação na escolha da estrutura de capitais tem sido explicado através do efeito de carteira (Bromiley, 1990), da teoria dos custos de transacção (Williamson, 1988, Balakrishnan e Fox, 1993) e à teoria dos custos de agência (Jensen, 1986, Kochhar, 1996). No efeito carteira, a empresa reduz o risco operacional ao obter cash flows de diferentes áreas de negócios pouco correlacionadas. Na teoria dos custos de transacção existe uma ligação entre a teoria das finanças empresariais e a teoria estratégia, analisando as decisões de financiamento das empresas em termos dos seus activos específicos, considerando a dívida e os capitais próprios como alternativas de governação. As empresas diversificam em resposta a um excesso de recursos não utilizados e o tipo da estratégia de diversificação depende das características desses recursos. Balakrishnan e Fox (1993) realçaram a existência de uma forte relação entre a estratégia e a estrutura financeira da empresa. Isto porque esta estrutura tem implicações na definição da estratégia empresarial (ao nível do volume de recursos financeiros utilizados, composição e tipos de financiamento, do custo do capital, etc). Comprovaram também que a estratégia empresarial influencia a estrutura financeira (derivado do tipo de investimentos e aquisições se basear em alianças ou acordos, formas de organização e gestão das empresas).

Aris, Martínez e Gracia (2000), no seu trabalho, tinham como objectivo analisar os factores determinantes da estrutura de capitais e confronta-los com esta teoria. Apresentam algumas formas de determinadas estratégias que influenciam a estrutura de capitais. Por exemplo, os financiadores possuem uma maior motivação para financiar empresas que adoptem estratégias de diversificação e de diferenciação dos seus produtos, porque estas apresentam menor risco, e assim uma menor probabilidade de insolvência<sup>1</sup>. Estas empresas podem, assim, apresentar maiores níveis de endividamento. Ao contrário de empresas que empreendam estratégias de inovação (principalmente que impliquem grandes investimentos em I&D), ou que pratiquem mudanças constantes nos seus produtos ou processos, e que apresentam um maior risco para os credores, que é natural apresentarem menores níveis de endividamento. As características dos factores produtivos, ao serem muito específicos e de difícil substituição, também podem influenciar a estrutura de capitais porque estas empresas podem apresentar menores níveis de endividamento que aquelas que podem mais facilmente substituir os seus factores. A posição no mercado também influencia, na medida em que, as empresas melhor posicionadas também poderão apresentar maiores níveis de endividamento.

Alonso (2000) ao analisar a relação potencial entre a estrutura de capitais e a estratégia de diversificação de empresas industriais, observou uma relação negativa e estatisticamente significativa, entre o nível de endividamento e o grau de diversificação da empresa. O autor conclui que estes resultados são consistentes com o efeito disciplinar do endividamento nas decisões administrativas de gestão, e com o papel da dívida como um dispositivo de governação. O incremento da monitorização das decisões da empresa pelos financiadores externos, poderá implicar uma maior produtividade, dado que esta monitorização pretende evitar que os gestores sigam estratégias que façam descer o valor da empresa, tais como estratégias de diversificação que não estão relacionadas e que poderão não ser justificáveis o seu desenvolvimento do ponto de vista do accionista. De realçar que esta relação negativa continuou verdadeira, mesmo quando o autor introduziu no seu modelo variáveis como, dimensão da empresa, oportunidades de crescimento, risco de negócio e nível de activos intangíveis, tendo-se perdido quando foi introduzido a variável rendibilidade.

Kochhar (1997) argumenta que a posse de activos estratégicos é uma condição necessária para uma vantagem competitiva sustentada. Esta condição é, contudo, não suficiente. As empresas requerem uma capacidade de gestão financeira para realizar os fluxos presente dos seus activos estratégicos. A natureza específica dos activos estratégicos da empresa implica que eles sejam financiados primeiramente através de capital próprio, outros activos menos específicos devem ser financiados através do débito. As empresas estão, provavelmente, a sofrer um incremento de custos e decréscimos na sua performance, se elas não adoptarem uma estrutura governativa adequada nas suas transações com potencial fornecedor de fundos.

Um recente desenvolvimento tem levado os investigadores e os gestores avaliarem a questão dos activos estratégicos das empresas com características únicas e de difícil reprodução. As empresas ganham fundos económicos destes activos quando estão num dado nível inicial de assimetria na

---

<sup>1</sup> A diversificação de actividades permite às empresas manter a sua solvabilidade porque as actividades onde ocorram insucessos, estas podem ser financiadas pelas actividades com sucesso.

ividades onde ocorram

dotação de recursos, e dado que existe uma mobilidade imperfeita destes activos, o mercado para estes activos é imperfeito, e os concorrentes não conseguem obter facilmente activos similares. Os activos estratégicos provêm a empresa com uma fonte de recursos de fundos estáveis, tal que, a empresa ganha uma vantagem competitiva sustentada sobre os seus concorrentes. É importante compreender-se como as empresas traduzem o valor dos seus activos estratégicos para resultados (fluxo de fundos) económicos. Diferentes perspectivas têm sido adoptadas por diversos investigadores, estas geram diferentes implicações relativamente à fonte da vantagem competitiva sustentada. Por exemplo, Barney<sup>2</sup> sugere que tal vantagem depende, num modo crítico, duma dotação de recursos controlada pela empresa. Deste modo, é o stock de activos estratégicos que é importante na determinação do nível de rentabilidade da empresa. Os gestores devem focar-se na exploração dos recursos existentes controlados para obter fluxos económicos para a empresa.

No seu trabalho, Kochhar (1997) investigou a diferença entre a capacidade da gestão financeira da empresa e a sua vantagem competitiva. É argumentado que a decisão da estrutura de capitais das empresas é importante na realização de ganhos através dos seus valiosos e idiossincráticos recursos. Diversas características dos activos implica diferentes níveis do mix óptimo de financiamento em capital alheio e capital próprio. Se as transações com os fornecedores do financiamento não são organizadas conforme estas predições, a habilidade da empresa para obter uma vantagem competitiva sob os seus rivais pode ser prejudicada. Isto sugere que, conseqüentemente, as capacidades em gerir as políticas financeiras são importantes, se uma empresa está a realizar ganhos através dos seus recursos especializados, decisões de estrutura de capitais pobres podem levar a uma possível redução/perda do valor derivado dos activos estratégicos.

Uma estrutura de capitais da empresa refere-se ao mix dos seus passivos financeiros (responsabilidades / obrigações). Como o capital financeiro é um recurso incerto mas crítico para todas as empresas, os fornecedores de financiamento têm a capacidade de exercer controlo sob as empresas. O capital alheio e o capital próprio são as duas maiores classes de passivo, com os credores e os accionistas a representarem os dois tipos de investidores na empresa. Cada um destes é associado com diferentes níveis de risco, benefícios e controlo. Enquanto os credores exercem baixo controlo porque ganham uma taxa fixa de rendimento e estão protegidos por obrigações contratuais com respeito ao seu investimento, os accionistas são pretendentes residuais (possuem direitos residuais), suportando a maioria do risco, e, correspondentemente, possuem o maior controlo sob as decisões.

Uma empresa tem sucesso pelo desenvolvimento de estratégias que cultivam as suas competências essenciais (core competencies), únicas ou construídas na sua lógica dominante. Isto é, para uma performance superior, estas estratégias exploram os activos estratégicos da empresa. As condições de imobilidade imperfeita e comercialização imperfeita implicam que não existe outro uso, o qual pode realizar o mesmo nível de fluxos através dos activos estratégicos como a empresa corrente. Além disso, maior é o valor de certos activos, quanto maior é o seu grau de especificidade para a empresa. Deste modo, uma empresa com uma vantagem competitiva sustentada no ganho de valor

---

<sup>2</sup> Barney, J. B., "Resources and Sustained Competitive Advantage", *Journal of Management* 17, 1991, 99-120.

através da posse de activos específicos geradores de fluxos. A decisão de financiamento – o mix de capital próprio e alheio – representa a questão fundamental para os gestores financeiros de uma empresa.

### 3. A PRODUTIVIDADE DAS EMPRESAS EXPORTADORES

*"De entre as tendências que se manifestam hoje, a nível da economia mundial, é de salientar o crescimento do comércio internacional a ritmos superiores aos do crescimento da produção mundial."* (Romão et al, 1997:13). A problemática do comércio internacional e a produtividade é importante demais para ser ignorada. *"Existe uma convicção geral entre muitos economistas de que a participação no comércio internacional incrementa a produtividade."* (Sjöholm, 1997:1). A razão desta convicção reside no facto de a empresa estar a vender num mercado internacional e que, por esta razão, poderá verificar um incremento na sua produtividade através de duas grandes vias: a presença num mercado de maiores dimensões (apenas o mercado nacional) que poderá permitir a exploração de economias de escala e as relações internacionais, isto é, com diversos agentes económicos de diversas origens poderá fomentar o processo de aprendizagem através de tecnologias e conhecimentos (Castellani, 2002; Sjöholm, 1997). Este último autor refere que este incremento da produtividade via tecnologia, isto é, a realização do comércio internacional leva a uma mudança na tecnologia que pode levar a um crescimento da taxa de crescimento económica. Esta pode-se dar por três vias: o incremento da pressão de competitividade, incorporação nas importações e a transferência de conhecimentos através dos contactos comerciais. A primeira surge em resultado da participação no comércio internacional. As empresas terão que competir com empresas externas no mercado nacional e as empresas exportadoras terão que competir no mercado internacional. Este incremento da pressão de competitividade fará emergir a necessidade das empresas nacionais a adoptar novas tecnologias e incrementar a sua eficiência. Segundo, a tecnologia é incorporada nos produtos que são transaccionados para o exterior (mercado externo). E como grande parte da investigação e desenvolvimento é orientada na criação e no aperfeiçoamento dos novos produtos, o efeito destes nas economias dos países pode ser de grande importância porque pode permitir um incremento significativo de ganhos de produtividade por parte dos países que adquirem ou importam os produtos que trazem incorporado novas tecnologias. Isto é, considera-se que as importações podem ser uma via pela qual os países e os seus agentes económicos podem usufruir da investigação e desenvolvimento externo. Na terceira, os contactos comerciais internacionais, isto é, o contacto directo entre os agentes económicos de diferentes países, podem facilitar a transferência de conhecimento porque nesse contacto directo consegue-se uma maior clarificação sobre novas ideias devido a possibilidade de obter rapidamente mais informação das fontes das mesmas. Para Sjöholm (1997) é mais apropriado examinar o efeito do comércio internacional na produtividade ao nível micro (empresa) do que ao nível da indústria ou do país. Bernard et al (2003) afirmam que a economia internacional assume um importante papel na determinação das empresas que deverão estar no negócio e as que são suficientemente boas para exportar.

A globalização faz emergir novas oportunidades relevantes às empresas portuguesas culminando em decisões estratégicas de internacionalização com o objectivo de consolidar ou obter novas posições em mercados externos, de manter ou reforçar relações com clientes importantes, reduzir custos de produção ou aceder e interiorizar novas competências. *“A internacionalização é, de facto, um processo gradual de evolução do envolvimento das empresas em operações de negócio internacional. Em regra, as empresas vão reforçando as suas posições no estrangeiro à medida que vão acumulando experiência internacional e melhorando o seu conhecimento sobre as condições de actuação no estrangeiro.”* (Romão et al, 1997:379). *“Com efeito, a competição não passa somente pela exploração de vantagens naturais (clima, riqueza do solo e do subsolo) e nem pela utilização de recursos abundantes. Ela provém também do lançamento de novos produtos cuja afinação requer investimentos de investigação cada vez mais consideráveis. O desenvolvimento deste novo modo de concorrência traduz-se pela renovação sempre mais rápida dos tipos de bens exportados.”* (Guedes:1995:139). Segundo o autor existem vantagens à exportação por parte dos países que investem em inovação (tecnologias e/ou produtos). Essa vantagem vai-se mantendo até os outros países começarem a utilizar/produzir as mesmas tecnologias e produtos. Desta forma, é importante a contínua manutenção da actividade de investigação e desenvolvimento de forma a manter a competitividade.

Alguns estudos empíricos têm vindo a comprovar que as empresas que adoptam estratégias de internacionalização através do comércio internacional evidenciam uma maior produtividade face a outras empresas que operam exclusivamente no mercado nacional. Sjöholm (1997) obteve resultados económicos que comprovam que as empresas que realizam exportações ou importações obtêm maiores níveis relativos de produtividade. À semelhança do trabalho de Sjöholm (1997), além da confrontação dos níveis de produtividade produzida por empresas exportadoras face a empresas que não realizam comércio internacional, inclui-se também o caso das empresas importadoras porque a literatura financeira tem vindo a sugerir que a transferência de conhecimento e respectivo efeito sobre a produtividade ocorre, quer nas empresas exportadoras, quer nas empresas importadoras e estas últimas têm sido excluídas dos estudos empíricos realizados. Trefler (2004) verificou um aumento da produtividade entre importadores e exportadores. A amostra deste trabalho também inclui um conjunto de empresas que são simultaneamente exportadoras e importadoras. Kasahara e Lapham (2008) verificaram que as empresas que importam produtos intermédios e que exportam os seus produtos finais tendem a ser maiores e mais produtivas que as empresas que apenas exportam ou que apenas importam.

A inovação ou o investimento em I&D pode constituir um aspecto muito relevante no processo da internacionalização e na obtenção de vantagens competitivas. Segundo Wakelin (1998) não existe uma clara evidência sobre a forma como as diferenças em inovação podem influenciar o comportamento de exportação. O impacto da inovação na performance das empresas é tratado de duas formas: o impacto directo em ser uma empresa inovadora e o efeito da inovação realizado por outras empresas. O papel da inovação no comportamento de comercial é uma área particular de investigação. As empresas procuram investir em I&D para poder obter benefícios como a redução de custos, novos mercados (Grossman e Helpman, 1990) e ganhos de eventuais monopólios. Neste

âmbito temos que considerar que os efeitos da inovação podem ser de médio e longo prazo. As empresas acumulam competências através do uso de novas tecnologias, do incremento do conhecimento do processo de produção e e através da implementação da inovação. A inovação é um processo acumulativo e específico para cada empresa. Desta forma, poderemos ter assimetrias entre as empresas ao nível das suas capacidades tecnológicas e performance económica. Neste caso específico, procura-se verificar eventuais diferenças no comportamento de exportação das empresas inovadoras face às não inovadoras. O investimento em I&D pode influenciar positivamente um comportamento de exportação e, desta forma, ser um importante catalizador para a realização ou adopção de uma estratégia de internacionalização. No entanto, as empresas podem lograr em sentir alguns condicionamentos no financiamento deste tipo de investimento. . *"It is a widely held view that research and development (R&D) activities are difficult to finance in a freely competitive market place."* (Hall, 2002:35).

Na literatura financeira encontra-se referências contraditórias sobre a forma como o I&D é avaliado e do seu impacto sobre a estrutura financeira da empresa. Este pode ser visto como uma fonte de criação de valor dado que pode levar a processos de criação de novos produtos que pode fundamentar uma posição competitiva. No entanto, a sua relação com o processo de financiamento surge muito dúbia nesta literatura. A mesma parece começar a evidenciar uma relação positiva entre o I&D e o valor. No entanto, as correntes teóricas da estrutura de capitais e os resultados de alguns estudos empíricos apontam para que o investimento em activos intangíveis sofra um constrangimento no acesso aos fundos externos (capitais próprios e alheios) em virtude das questões de agência, assimetria de informação e insolvência associados a este tipo de activos, levando a pescrever uma relação negativa entre estes e o endividamento (Leote e Rita, 2007). . *"Although leverage may be a useful tool for reducing agency costs in the firm, it is of limited value for R&D intensive firms. Because the knowledge asset created by R&D investment is intangible, partly embedded in human capital, and ordinarily very specialized to the particular firm in which it resides, the capital structure of R&D intensive firms customarily exhibits considerably less leverage than those of other firms. Banks and other debt holders prefer to use physical assets to secure loans and are reluctant to lend when the project involves substantial R&D investment rather than investment in plant and equipment."* (Hall, 2002:40). Assim, considerando a relação dupla que o investimento em I&D pode ter com a produtividade, a estratégia de internacionalização e a estrutura financeira da empresa, esta será uma variável a que se dedicará algum relevo no estudo empírico deste trabalho.

#### **4. AMOSTRA E A METODOLOGIA**

A amostra de empresas utilizada neste estudo foi SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos gerida pela Bvd. Em função dos objectivos do trabalho, condicionados à informação disponibilizada na base de dados SABI (não possui informação sobre a repartição do volume de negócios das empresas por mercados), foi constituído uma amostra com quatro tipos de empresas conforme classificação SABI: empresas exportadores, empresas importadoras, empresas importadores/exportadores e empresas não importadores e exportadoras. Esta tipificação da amostra resulta da análise da literatura financeira conforme as justificações apresentadas nos pontos



anteriores. Kasahara e Lapham (2008) adoptaram uma metodologia semelhante na tipificação da amostra. Esta amostra refere-se a empresas da indústria transformadora portuguesa, segundo a Classificação das Actividades Económicas – CAE – Rev. 2.1, isto é, as empresas pertencentes à secção D e da Divisão 15 à 37. O ano escolhido foi o de 2006, isto é, os valores mais recentes da referida base. Desta forma, obteve-se 4.478 empresas, tendo sido retiradas 22 empresas com volume de negócios nulo e 420 empresas que não respeitavam o artigo 35º do Código das Sociedades Comerciais (capital próprio inferior a 50% do capital social). Desta forma, a amostra ficou constituída 4.036 empresas distribuídas do seguinte modo pelos quatros tipos de acordo com a sua actividade (Quadro 1):

Quadro 1

Tipo	Freq.	%	Acum.
Exportadoras	291	7.21	7.21
Importadoras	554	13.73	20.94
Exportadoras/Importadoras	1456	36.08	57.01
NO Exportadores/Importadoras	1735	42.99	100
<b>Total</b>	<b>4036</b>	<b>100.00</b>	

O quadro 2 apresenta a distribuição as empresas de acordo com o CAE:

Quadro 2

CAE	Exportadores		Importadores		Export./Import.		No Eport./Import.	
	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%
15 INDÚSTRIAS ALIMENTARES E DAS BEBIDAS	43	14.78	66	11.91	111	7.62	287	16.54
16 INDÚSTRIA DO TABACO			1	0.18			1	0.06
17 FABRICAÇÃO DE TÊXTEIS	27	9.28	69	12.45	210	14.42	89	5.13
18 INDÚSTRIA DE VESTUÁRIO - ARTIGOS DE PELES	48	16.49	47	8.48	172	11.81	89	5.13
19 CURTIMENTA E ACABAMENTOS DE PELES SEM PÊLO	17	5.84	32	5.78	117	8.04	40	2.31
20 INDÚSTRIAS DA MADEIRA E DA CORTIÇA	16	5.5	32	5.78	46	3.16	208	11.99
21 FABRICAÇÃO DE PASTA, DE PAPEL E CARTÃO	4	1.37	21	3.79	26	1.79	8	0.46
22 EDIÇÃO, IMPRESSÃO E REPRODUÇÃO DE SUPORTES	8	2.75	25	4.51	26	1.79	153	8.82
24 FABRICAÇÃO DE PRODUTOS QUÍMICOS	6	2.06	40	7.22	78	5.36	33	1.9
25 FAB. DE ART. BORRACHA E DE MAT. PLÁSTICAS	19	6.53	29	5.23	86	5.91	45	2.59
26 FAB. DE OUTROS PROD. MINERAIS NÃO METÁLICOS	25	8.59	38	6.86	70	4.81	163	9.39
27 INDÚSTRIAS METALÚRGICAS DE BASE	2	0.69			49	3.37	9	0.52
28 FABRICAÇÃO DE PRODUTOS METÁLICOS	24	8.25	58	10.47	132	9.07	321	18.5
29 FABRICAÇÃO DE MÁQUINAS E DE EQUIPAMENTOS	19	6.53	30	5.42	129	8.86	62	3.57
30 FAB. DE MÁQ. DE ESCRITÓRIO E DE EQUIPAMENTO	2	0.69	2	0.36	1	0.07	2	0.12
31 FABRICAÇÃO DE MÁQ. E APARELHOS ELÉCTRICOS			10	1.81	33	2.27	19	1.1
32 FAB. DE EQUIP. E DE APAR. RÁDIO, TELEV. E COMUM.			4	0.72	17	1.17	3	0.17
33 FAB. DE APARELHOS E INSTRUM. MÉDICO-CIRÚRGICOS	3	1.03	3	0.54	12	0.82	6	0.35
34 FABRICAÇÃO DE VEÍCULOS AUTOMÓVEIS	4	1.37	7	1.26	44	3.02	20	1.15
35 FABRICAÇÃO DE OUTRO MAT. DE TRANSPORTE	22	7.56	3	0.54	16	1.1	6	0.35
36 FABRICAÇÃO DE MOBILIÁRIO	2	0.69	36	6.5	76	5.22	161	9.28
37 RECICLAGEM			1	0.18	5	0.34	10	0.58
	<b>291</b>	<b>100</b>	<b>554</b>	<b>100</b>	<b>1456</b>	<b>100</b>	<b>1735</b>	<b>100</b>

De forma a alcançar os objectivos deste trabalho, isto é, verificar se existe diferenças entre os valores médios de algumas variáveis entre os quatro tipos de empresas, optou-se por aplicar o teste de médias One-Way Anova para o testar a existência de diferenças entre os quatros grupos (técnica

apropriada ao teste de mais de dois grupos). E para testar a diferença entre cada dois grupos o teste T disponibilizado no STATA<sup>3</sup>.

$$\text{ANOVA: } H_0 : \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_i \quad \text{T Test: } H_0 : \mu_1 - \mu_2 = 0$$

De forma a testar de que forma algumas variáveis determinam a probabilidade de a empresa adoptar um comportamento de internacionalização ou não, optou-se pela utilização do modelo Logit Multinomial dado a variável dependente estar definida em quatro categorias correspondentes a cada um dos tipos de empresa anteriormente referidos. Temos uma variável dependente com quatro categorias não ordenadas e pretende-se verificar em que medida a produtividade, o investimento em I&D e a dimensão determinam a probabilidade de uma empresa realizar comércio internacional (exportações e/ou importações) face à probabilidade de não realizar essa actividade (Verbeek, 2000 ; Wooldridge, 2002).

$$\ln \frac{P(Y_i = m)}{P(Y_i = 1)} = \alpha_m + \sum_{k=1}^K \beta_{mk} X_{ik} = Z_{mi}$$

No caso do estudo da estrutura financeira, além dos testes de médias referidos anteriormente, optou-se pela realização do estudo econométrico sobre a forma como um conjunto de variáveis determinam a decisão de financiamento das empresas. Dado a variável representativa da decisão de endividamento apresentar um significativo número de zeros, a metodologia considerada mais adequada foi a aplicação do modelo Tobit (a variável dependente apresenta uma "solução de canto"<sup>4</sup>).

$$Y_i = \alpha + \beta X_i + \varepsilon_i \quad Y_i = \begin{cases} Y_i^* \\ 0 \end{cases} \text{ se } \begin{cases} Y_i^* > 0 \\ Y_i^* \leq 0 \end{cases}$$

## 5. RESULTADOS<sup>5</sup>

De seguida apresenta-se os resultados obtidos nos testes efectuados em cada variável face aos quatro tipos de empresas em estudo.

**VAB – Valor Acrescentado Bruto = RLE + Imposto s/ Rendimento + Juros + Custos c/ Pessoal + Amortizações** → O VAB foi calculado na óptica da Distribuição ou do Rendimento.

O Valor Acrescentado Bruto (VAB) é apresentado nos diversos estudos (Castellani, 2002, Bernard et al, 2003; Kasahara e Lapham, 2008) como uma variável relevante para caracterizar a produtividade das empresas, bem como o valor deste indicador por empregado. o estudo da produtividade O quadro 3 apresenta o VAB para os quatro tipo de empresas (em e o valor logaritmo – este ultimo para anular o efeito escala na metodologia econométrica). Neste verifica-se que as empresas que internacionalizaram as suas operações (vendas e/ou compras) produzem um VAB médio significativamente superior aos das empresas que não adoptaram essa estratégia. Temos três situações claramente distintas: as empresas não exportadoras/importadoras apresentam um valor

<sup>3</sup> " while the independent sample t-test is limited to comparing the means of two groups, the oneway ANOVA (Analysis of Variance) can compare more than two groups . ANOVA use F statistic to test if all groups have the same mean. Therefore, the t-test is considered a special case of the one-way ANOVA. When comparing means of two groups (one degree of freedom), the t statistics is the square root of the F statistics of ANOVA ( $F=t^2$ ). " (Park, 2008:3)

<sup>4</sup> " To describe the situation, let y be an observable choice or outcome... ..with the following characteristics: y takes on the value zero with positive probability but is a continuous random variable over strictly positive values. There many examples of variables that, at least approximately, have these features... ..and firm expenditures on research and development. ...We will call this kind of response variable a corner solution outcome." (Wooldridge, 2002::518).

<sup>5</sup> \*\*\* - nível de significância de 1%, \*\* - 5% e \* - 10%.

claramente distinto da média de cada grupo e global da amostra. As empresas exclusivamente exportadoras ou importadoras apresentam valores semelhantes entre si e à média da amostra global, destacando-se claramente as empresas simultaneamente exportadoras e importadoras. Estes resultados são semelhantes aos de Kasahara e Lapham (2008), Aw e Hwang (1995) que também verificaram que são este tipo de empresas apresentam uma maior produtividade. O teste da Anova, comprova claramente uma diferença entre de média entre os grupos.

### Quadro 3

Tipo	VAB		LN(VAB)	
	Mean	sd	Mean	sd
Exportadoras	2126057	8217836.5	13.47976	1.2280267
Importadoras	2203426	17562985	13.25866	1.3668842
Exportadoras/Importadoras	4193350	13914677	14.13809	1.3709901
NO Exportadores/Importadoras	825671.9	5050159.8	12.28156	1.4507091
<b>Total</b>	<b>2323449</b>	<b>11407764.0</b>	<b>13.1741</b>	<b>1.62</b>
	ANOVA F=23.44***		ANOVA F=469.66***	

A análise do VAB por empregado encontra-se em condicionada pelo facto de 28% das empresas da amostra não apresentarem o número de empregados ao seu serviço (mas como este facto é comum aos quatro tipo de empresas), desenvolveu-se a análise deste rácio (Quadro 4). Verifica-se uma produtividade por trabalhador semelhante entre as empresas “internacionalizadas” mas significativamente diferente face às empresas que não adoptam este comportamento. Mais uma vez o teste da Anova comprova estatisticamente a existência de diferenças entre os grupos das empresas.

### Quadro 4

Tipo	VAB/TRABALHADOR		LN(VAB/TRABALHADOR)	
	Mean	sd	Mean	sd
Exportadoras	26372.34	61093.759	9.833014	0.64252068
Importadoras	27865.57	29529.002	9.973643	0.68660331
Exportadoras/Importadoras	27093.67	33393.487	9.989261	0.66407134
NO Exportadores/Importadoras	19565.77	58834.404	9.634306	0.63200057
<b>Total</b>	<b>23333.77</b>	<b>49677.74</b>	<b>9.797253</b>	<b>0.67</b>
	ANOVA F=5.79***		ANOVA F=65.10***	

### Investigação e Desenvolvimento:

Dado a importância da posse de activos estratégicos que fornecem uma vantagem competitiva conforme os desenvolvimentos referidos no ponto 2 e da relação entre o I&D e a internacionalização, optou-se por também analisar esta variável em pormenor (Quadro 5). Verifica-se que apenas 20,89% da amostra apresentam despesas de Investigação e Desenvolvimento e que nos quatro tipos de empresas, são as empresas que não realizam exportações ou importações que menos valores apresentam. As empresas que realizam exportações são as que apresentam maior frequência de I&D (mais de \_ das empresas). Desta forma, parece existir evidência de que o processo de realização de investimentos em I&D pode estar associado a um comportamento de realização de operações com o exterior dado ser estas empresas (as que adoptam a estratégia de internacionalização) as que apresentam valores médios mais elevados face às empresas que não adoptam a estratégia da internacionalização. O teste da Anova comprova estatisticamente a diferenças de médias entre os quatro tipo de empresas.

## Quadro 5

Tipo	I&D (em €)				LN(I&D)	
	Mean	sd	Freq.	% da Amostra	Mean	sd
Exportadoras	35345.90	73033.421	73	25.09%	8.6501655	2.2522221
Importadoras	31302.38	69031.61	99	17.87%	8.5323203	2.3432045
Exportadoras/Importadoras	153596.00	777044.49	453	31.11%	9.2372826	2.678833
NO Exportadores/Importadoras	13402.63	37437.758	218	12.56%	7.8093293	2.0046434
<b>Total</b>	<b>92740.15</b>	<b>574328.02</b>	<b>843</b>	<b>20.89%</b>	<b>8.7343827</b>	<b>2.514714</b>

ANOVA F=17.03\*\*\*

Analisando a correlação entre o VAB e o ID, verificou-se um valor de 0.4378 e o Teste de Spearman comprovou para um nível de significância de 1% essa relação entre as duas variáveis. Logo as duas variáveis apresentam uma relação positiva entre elas, comprovada estatisticamente. O quadro 6 apresenta o T Test entre os grupos de empresas para as três variáveis anteriormente analisadas. Os resultados comprovam estatisticamente e claramente que as empresas que realizam comércio internacional apresentam maior produtividade e investimento em I&D que as empresas não realizam essa actividade. Dentro das empresas que realizam as operações de comércio internacional são as que realizam simultaneamente exportações e importações que apresentam maior produtividade e investimento em I&D que as que realizam unicamente importações ou exportações.

## Quadro 6

T Test	I&D	E vs I	E vs E/I	I vs E/I	E vs No E/I	I vs No E/I	E/I vs No E/I
		no	-2.00** menor	-2.64*** menor	2.84*** maior	2.66*** maior	7.71*** maior
VAB	2.38*** maior	-8.14*** menor	12.86*** menor	14.90*** maior	14.40*** maior	36.96*** maior	
VAB/EMP	-2.43*** menor	-3.11*** menor	no	4.15*** maior	8.51*** maior	12.72*** maior	

O quadro 7 apresenta quatro modelos realizados com a metodologia do Logit Multinomial de forma a analisar a forma como as três variáveis anteriores e a dimensão determinam a probabilidade de a empresa adoptar um dos quatro comportamentos em estudo (a categoria base é as empresas sem comércio internacional). O Teste LR (Máxima verosimilhança) permite concluir que todos os modelos são significativos (revelando um correcto ajustamento global). Os resultados permitem comprovar, significativamente, que as empresas com maior VAB (produtividade) têm maior probabilidade de serem empresas que adoptam uma estratégia de comércio internacional do que empresas que não a adoptam. No caso do VAB/Empregado, os coeficientes são estatisticamente significativos, mas em quase todos os modelos apresentam um conclusão contrária à obtida com o VAB. No entanto, os resultados desta variável podem estar a ser influenciados pela limitação anteriormente. No caso do investimento em I&D e para as empresas exportadores, verifica-se que quanto maior investimento nestes activos, maior a probabilidade (estatisticamente significativa) de estas continuarem a realizar exportações (isto é, de continuarem a serem empresas deste tipo) do que não realizarem. No caso das empresas importadoras, maior investimento em I&D, significa uma menor probabilidade de importar face à probabilidade de não realizar essas operações comerciais internacionais. Wakelin (1998) também obteve evidências de diferenças entre as empresas inovadoras e não inovadoras face a probabilidade de exportar. No entanto, esta relação não é estatisticamente significativa. A dimensão (volume de negócios) revela que as empresas de maior dimensão tendem a apresentar uma maior probabilidade de realizarem operações comerciais internacionais face à probabilidade de o não realizarem (apenas no caso das empresas exportadoras é que esta relação não é estatisticamente

significativa). Isto significa que as empresas de menor dimensão terão maiores dificuldades de acesso ao mercado internacional. Bernard et al (2003), Aw e Hwang (1995) também verificaram uma vantagem em termos de dimensão das empresas exportadoras. Liu e Hsu (2006) verificaram que as exportações tem um efeito positivo e significativo no crescimento da empresa.

#### Quadro 7

		<b>M1</b>	<b>M2</b>	<b>M3</b>	<b>M4</b>
Exportadores	VAB	0.843	0.629	0.600	0.457
		11.37***	12.16***	11.54***	3.35***
	VAB/Empregado	-0.57		-0.038	-0.035
		-3.51***		-2.51**	-2.27**
	I & D		0.03	0.030	0.028
			1.64*	1.62*	1.50
	Volume de Negócios				0.148
					1.19
	Constante	-7.110	-9.935	-9.266	-9.509
		-5.61***	-14.60***	13.04***	13.15***
Importadores	VAB	0.494	0.538	0.488	-0.260
		8.59***	13.39***	11.99***	2.80***
	VAB/Empregado	0.243		-0.071	-0.060
		2.05**		-5.94***	-4.99***
	I & D		-0.007	-0.008	-0.011
			-0.41	-0.45	-0.65
	Volume de Negócios				0.757
					8.64***
	Constante	-9.995	-7.999	-6.830	-7.870
		-10.25***	-15.40***	12.46***	-14.05***
Exportadores/ Importadores	VAB	1.244	0.961	0.915	0.316
		23.11***	26.48***	25.09***	3.67***
	VAB/Empregado	-0.735		-0.065	-0.058
		-6.78***		-6.62***	-5.78***
	I & D		0.038	0.037	0.035
			3.08***	3.00***	2.83***
	Volume de Negócios				0.596
					7.54***
	Constante	-9.484	12.926	11.846	-12.513
		-10.98***	27.08***	-23.93***	-24.63
LR Teste		1006.99***	1248.55***	1303.07***	1402.11***

O quadro 8 apresenta um conjunto de rácios sobre a estrutura financeira e caracterização económica financeira dos quatro tipos de empresas. Desta forma, pretende-se avaliar se existirá diferenças entre as mesmas. No caso da dívida de médio e longo prazo (MLP) verifica-se que 39% das empresas da amostra não utilizam esta fonte de financiamento e são as empresas que realizam exportações que apresentam uma maior frequência das que recorrem a esta fonte (cerca de 70% o fazem) face às empresas importadoras (60% utilizam esta fonte) e as que não realizam qualquer operação (53%) (quadro 9). Em termos médios, verifica-se que são estas últimas que apresentam um valor maior, seguida das importadoras (quando analisamos os valores médios das empresas que utilizam esta fonte). As empresas de comércio internacional apresentam maior rendibilidade do activo e do uso de capitais próprios (neste surge também o autofinanciamento). Uma maior rendibilidade, significa um maior autofinanciamento, logo, uma menor necessidade de financiamento alheio (pode ser uma razão para o menor peso da dívida de MLP). No entanto, as empresas não importadoras/exportadoras apresentam um menor custo financeiro. Não se verifica grandes diferenças entre as empresas ao nível do peso dos activos corpóreos (importantes como valor colateral na obtenção de financiamento). As

empresas de comércio internacional apresentam maior dimensão e idade (este ultimo factor pode ser importante na acumulação de resultados). O quadro 10 apresenta o teste t para algumas variáveis.

Quadro 8

VARIÁVEIS	EXPORT.		IMPORT.		EXPORT./IMPORT.)		EXPORT./IMPOR		Test
	Mean	Sd	Mean	Sd	Mean	Sd	Mean	Sd	ANOVA
Dívida de MLP	0.189	0.151	0.20	0.16	0.17	0.14	0.25	0.18	<b>32.21***</b>
Dívida de MLP*	0.138	0.154	0.12	0.16	0.12	0.14	0.13	0.18	<b>No</b>
Rendibilidade do Activo	0.036	0.074	0.04	0.08	0.04	0.08	0.03	0.09	<b>5.72***</b>
Autonomia Financeira	0.385	0.178	0.41	0.22	0.41	0.19	0.37	0.22	<b>11.56***</b>
Autofinanciamento	12.018	1.562	11.81	1.71	12.68	1.68	10.72	1.72	<b>321.66***</b>
Activos Tangíveis	0.323	0.185	0.27	0.19	0.289	0.171	0.305	0.213	<b>5.84***</b>
Liquidez	2.225	2.958	2.76	4.96	2.224	2.903	3.320	16.785	<b>2.69**</b>
Volume de Negócios	14.537	1.438	14.53	1.42	15.349	1.468	13.268	1.575	<b>512.74***</b>
Idade	24.735	14.173	23.85	13.75	28.514	16.584	19.574	12.127	<b>140.29***</b>
Custo Financiamento	0.090	0.120	0.10	0.13	0.093	0.155	0.066	0.067	<b>10.79***</b>
Amortizações	14.160	1.496	13.80	1.50	14.804	1.520	12.722	1.583	<b>484.24***</b>

\*) Considerando toda a amostra.

Quadro 9

Tipo da Empresa	Uso de Div. MLP	Amostra Total	%
<b>Exportadores</b>	212	291	72.85%
<b>Importadores</b>	335	554	60.47%
<b>Exportadores/Importadores</b>	1010	1456	69.37%
<b>No Exportadores/Importadores</b>	923	1735	53.20%
<b>Total</b>	<b>2480</b>	<b>4036</b>	

Quadro 10

	E vs I	E vs E/I	I vs E/I	E vs No E/I	I vs No E/I	E/I vs No E/I
Div. MLP	1.329* maior	1.789** maior	No	No	No	-1.678** menor
Aut. Fina.	-1.80**menor	-1.99** menor	No	No	3.90*** maior	5.30*** maior
Dimensão	No	-8.65*** menor	-11.26*** menor	12.86*** maior	16.80*** maior	38.33*** maior

Numa fase inicial procedeu-se à estimação dos modelos econométricos por cada tipo de empresa para analisar eventuais diferenças entre os factores determinantes da decisão de financiamento em capital alheio de MLP entre cada amostra mas a utilização de variáveis consideradas relevantes pela literatura financeira para a determinação (ver Frank e Goyal, 2003 para clarificação sobre esta temática) reduziu fortemente o número de observações em cada modelo limitando a sua validação estatística. Desta forma, optou-se por realizar três modelos com toda a amostra (quadro 11), incluindo variáveis dummies representativas de cada um tipo de empresas (a ausência de valores no quadro para estas dummies, significa eliminação do modelo por motivos de colinearidade), Os resultados demonstram que o VAB e o I&D se apresentam positivamente relacionados (estatisticamente significativa) com o endividamento de MLP. Neste caso, estes resultados são contrários aos obtidos por outros autores (Balakrishnan e Fox, 1993; Titman e Wessels, 1988; Shyam-Sunder e Myers, 1999) mas confirmam os argumentos de Lev e Sougiannis (1996), Rogers (1998), Bosworth e Rogers (2001), Chan et al. (2001), Joseph (2001), Ballester et al. (2003), e cujo as principais conclusões foram: 1) as despesas de I&D estão positivamente relacionadas com o valor das empresas; 2) os investidores têm em conta essas despesas na determinação do valor de cotação e; 3) tendo em conta que as

actividades de I&D geram benefícios económicos futuros e que o mercado atribui importância a essa informação.

#### Quadro 11

Var. Dep.= Dívida MLP	TOBIT1	TOBIT2	TOBIT3
VAB	0.029	0.029	
	2.04**	2.04**	
I & D	0.002	0.004	
	2.15**	2.15**	
Rendibilidade Activo	-0.037	-0.037	-0.091
	-0.4	-0.4	1.98**
Autonomia Financeira	-0.498	-0.498	-0.456
	-16.4***	-16.4***	-22.82***
Autofinanciamento	0.004	0.004	
	0.66	0.66	
Activo Tangíveis	0.252	0.252	
	8.82***	8.82***	
Liquidez	0.026	0.026	
	10.98***	10.98***	
Volume de Negócios	-0.044	-0.044	
	-4.27***	-4.27***	
Idade	-0.005	-0.005	
	-0.63	-0.63	
Custo Financiamento	-0.158	-0.158	
	2.46**	2.46**	
Amortizações	0.01	0.01	
	1.2	1.2	
Exportadores		0.01	0.03
		0.59	1.81***
Importadores	0.003	0.012	
	0.15	0.83	
Exportadores/Importadores	0.01	0.02	0.016
	0.72	1.85*	1.32*
No Export./Importadores	-0.010		-0.021
	-0.59		-1.79*
Constante	0.275	0.266	0.243
	4.31***	4.35***	19.23***
LR Teste	388.67***	388.67	561.18***

A relação positiva e estatisticamente significativa dos activos tangíveis confirma as conclusões de Rajan e Zingales (1995), Booth et al (2001), entre outros, de que estes activos funcionam como valor colateral (garantia) para os credores. A relação positiva (significativa) da liquidez confirma as conclusões de Gatward e Sharpe (1996) e Manos et al (2001) de que este indicador representa o risco da empresa (a capacidade de solver dívidas): maior a liquidez, menor risco, maior acesso ao financiamento. A relação positiva da rendibilidade e do peso dos capitais próprios (autonomia financeira) confirmam que quanto maior a disponibilidade de fundos internos, menor necessidade de capital alheio. O autofinanciamento, amortizações e a idade não se apresentam estatisticamente significativas. Mas os sinais das duas últimas variáveis pode ser explicada que quanto maior o histórico (idade) maior acumulação de fundos e menor necessidade de capitais alheios. Liu e Hsu (2006) verificaram que as empresas de maior dimensão e mais "velhas" possuem uma melhor performance que as empresas novas e pequenas. As amortizações pelo facto de estarem relacionadas com o activo tangível, apresentarem a mesma relação (Bradley et al, 1984). A relação negativa (estatisticamente significativa) do custo de financiamento confirma que quanto maior o custo do capital menor apetência terão as empresas para o utilizarem. Os resultados das variáveis dummies demonstram que as empresas exportadores e/ou importadoras terão mais facilidades de acesso ao

financiamento de MLP (apresentam uma relação positiva, nem sempre estatisticamente significativa) do que as empresas não exportadoras/importadoras (que apresentam uma relação negativa). Estes sinais parecem evidenciar o facto das empresas que realizam operações internacionais poderem apresentar menor risco devido à diversificação, bem como uma imagem de competitividade e de capacidade organizativa que lhes permitira um acesso mais fácil ao mercado financeiro. O teste LR revela que todos os modelos são significativos.

## 6. CONCLUSÕES

Os resultados obtidos permitem comprovar que as empresas que realizam exportações e/ou importações apresentam uma maior produtividade (medida através do VAB) que as empresas que não realizam estas operações conforme o referenciado na literatura financeira. Esta performance é mais evidente nas empresas que realizam, em simultâneo, exportações e importações. Este resultado é análogo a outros estudos (Kasahara e Lapham, 2008). No caso do investimento em I&D, verifica-se que apenas  $\frac{1}{5}$  da amostra realiza este tipo de aplicações, registando-se uma maior frequência nas empresas com operações internacionais e, dentro destas, nas que realizam exportações. No entanto, dever-se-á analisar a problemática do investimento em I&D através de outras vias informativas porque a análise baseada unicamente nos dados das demonstrações financeiras poderá ser condicionada à forma como as empresas procedem ao registo e divulgação contabilística destas despesas (capitalização, isto é, registar no activo ou considerar como gastos do exercício) (Ver Leote e Rita, 2007, para mais desenvolvimentos). O investimento em I&D apresenta-se positivamente correlacionado com o VAB.

Os resultados também evidenciam que as empresas de maior produtividade apresentam uma maior probabilidade de serem empresas exportadoras e/ou importadoras. Os mesmos resultados evidenciam que no caso das empresas exportadoras, maior o investimento em I&D, maior a probabilidade de estas continuarem como exportadoras ou de serem deste tipo. Uma relação inversa é obtida nos casos das empresas importadoras porque um incremento no investimento I&D significa uma menor probabilidade de realizarem importações face à probabilidade de não realizarem qualquer operação comercial internacional. No caso do financiamento, verifica-se que são as empresas exportadoras que apresentam uma maior frequência de utilização do endividamento de MLP, seguidas das importadoras confirmando os argumentos de que esta estratégia contribui para um menor risco e uma imagem de maior organização que facilita o acesso ao mercado financeiro. De facto, os resultados comprovam uma relação positiva deste tipo de empresas com a dívida de MLP e uma relação negativas das empresas que não realizam exportações ou importações.

## 7. BIBLIOGRAFIA

Alonso, Eduardo, 2000, *Debt Financing and Diversification Strategy: Some Evidence from Spanish Manufacturing Firms*, VIII Foro de Finanzas. Madrid, 25-27.

Arias, C. ; Martínez, A. e Gracia, J. (2000), "Enfoques Emergentes en Torno en la Estructura de Capital: El caso de la Pyme", 2000.



Aw, B. e Hwang, A. (1995), "Productivity and Export Market: A Firm-level Analysis", *Journal of Development Economics*, 47, 2, 313-332.

Balakrishnan, S. e Fox, I., (1993), *Asset specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure*, *Strategic Management Journal*, Vol. 14, 3-16.

Ballester, Marta; Garcia-Ayuso, Manuel e Livnat, Joshua (2003) "The Economic Value of the R&D Intangible Asset", *European Accounting Review* (vol. 12, issue 4): 605-633.

Barton, Sidney L., Paul J. Gordon, 1987, *Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure?*, *Academy of Management Review*, Vol. 12, N° 1, 67-75.

Barton, Sidney L. e Paul J. Gordon, 1988, *Corporate Strategy and Capital Structure*, *Strategic Management Journal*, Vol. 9, 623-632.

Bernard B. B. e Jensen J. B. (2004), "Why Some Firms Export", *The Review of Economics and Statistics*, 86, 2, 561-569.

Bernard B. B.; Eaton J.; Jensen J. B.; Kortum S. (2003), "Plants and Productivity in International Trade", *The American Economic Review*, Volume 93, Number 4, 1268-1290.

Booth, L., Aivazian V., Demircuc-Kunt, A. and Maksimovic, V. (2001), "Capital Structures in Developing Countries", *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130.

Bosworth, Derek e Rogers, Mark (December 2001). "Market Value , R&D and Intellectual Property: Na Empirical Analysis of Large Australian Firms", *The Economic Record* (Vol.77, n° 239): 323-337.

Bradley, M., Jarrel, G. A and Kim, E. H. (1984), "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, 39(3), 857-880.

Castellani, Davide (2002), "Export Behavior and Productivity Growth: Evidence from Italian Manufacturing Firms", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 138, n° 4,.

Chan, Louis K. C.; Lakonishok, Josef e Sougiannis, Theodore (Dec. 2001). "The Stock Market Valuation of Research and Development Expenditures", *The Journal of Finance* (Vol.LVI, n° 6): 2431-2456.

Eaton, J.; Kortum, S. e Kramarz, F. (2004), "Dissecting Trade: Firms, Industries, and Export Destinations", *The American Economic Review*, 94, 2, 150-154.

Fernández, Z. e Nieto, M. J. (2005), "Internationalization Strategy of Small and Medium Sized Family Businesses: Some Influential Factor", *Family Business Review*, Vol. 18, 1, 77-89.

Grossaman, G. M. e Helpman, E. (1990), "Trade, Innovation, and Growth", *American Economic Review*, 80, 2, 86-91.

Guedes, Francisco C. (1995), "Economia Internacional", Planeta Editora.

Hall, B. H., (2002), "The Financing of Research and Development", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 18, N° 1, 35-51.

Harris, M. e Raviv, A. (1991), *The Theory of Capital Structure*, *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, 1, 297-355.

Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *The American Economic Review*, 76(1).

Jensen M. C. and Meckling, W. H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Joseph, George (2001), "An Incremental and Relative Analysis of the Valuation of R&D Intensive Firms", *Accounting Enquiries*, 10 (2).

- Kasahara, H. e Beverly, L. (2008), "Productivity and Decision to Import and Export: Theory and Evidence", CEsifo Working Paper n° 2240.
- Kochhar, R, 1997, Strategic Assets, Capital Structure, and Firm Performance, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 10, 3, 23-36.
- Leote, F. e Rita, R. (2007), "A Relação dos Activos Intangíveis com a Estrutura Financeira da Empresa", XVIII Conocimiento, innovación y emprendedores : camino al futuro / coord. por Juan Carlos Ayala Calvo, 2007, ISBN 84-690-3573-8 – XVII Jornadas Hispano Lusas de GEstión Científica , Universidad de La Rioja, Logrono.
- Lev, Baruch e Sougiannis, Theodore (Fevereiro 1996). "The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D", *Journal of Accounting & Economics* (21-1):107-139
- Liu, W. e Hsu, C. (2006), "Financial Structure, Corporate Finance and Growth of Taiwan's Manufacturing Firms", *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 9, 1, 67-95.
- Manos, Ronny, Christopher Green e Victor Murinde, 2001, "Business Groups and Capital Structure: Evidence on Indian Firms", Institute for Development Policy and Management - University of Manchester, Finance and Development Research Programme - Working Paper Series, Paper n° 34, December
- Park, H. M. (2008), "Comparing Group Means: T-tests and One-way ANOVA Using Stata, SAS, and SPSS", Technical Working Paper. The University Information Technology Services (UITS) Center for Statistical and Mathematical Computing, Indiana University.
- Rajan, R.J. and Zingales, L. (1995), "What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Rocca, M. La aurizio (2008), "A Survey of The Relation Between Capital Structure and Corporate Strategy", *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, June.
- Rogers, M. (1998), "Market Value, R&D and intellectual property in large Australian firms", *Industry Economics Conference*, Canberra.
- Romão, A. et al (1997), "Comércio e Investimento Internacional", ICEP.
- Sjöholm, Fredrik (1997), "Exports, Imports and Productivity: Results from Indonesian Establishment Data", *Working Paper Series in Economics and Finance*, n° 183, Stockholm School of Economics.
- Titman, S. and Wessels, R. (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", *The Journal of Finance*, 43(1), 1-21.
- Titman, S., 1984. "The effect of capital structure on a firm's liquidation decision," *Journal of Financial Economics*, , 13(1), pages 137-151
- Trefler, D. (2004), "The Long and Short of the Canada-U.S. Free Trade Agreement", *American Economic Review*, 94, 4, 870-895.
- Verbeek, M. (2000), "A Guide to Modern Econometrics", John Wiley & Sons.
- Wakelin, K. (1998), "Innovation and Export Behaviour at the Firm Level", *Research Policy*, 26, 829-841.
- Williamson, Oliver E., 1988, "Corporate Finance and Corporate Governance", *The Journal of Finance*, n° 3, Vol. XLIII, July, 567-591.
- Wooldridge, J. M. (2002), "Introductory Econometrics – A Modern Approach", 2<sup>nd</sup> Edition.