



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Estrutura de Capitais da Indústria Transformadora Portuguesa

Trabalho Final na modalidade de Dissertação
apresentado à Universidade Católica Portuguesa
para obtenção do grau de mestre em Auditoria e Fiscalidade

por

João Manuel Martins da Costa Gameiro

sob orientação de
Prof. Doutor Manuel Ricardo Fontes da Cunha
Prof. Doutor Paulo Alexandre Pimenta Alves

Faculdade de Economia e Gestão
Janeiro 2015

Resumo

A estrutura de capitais tem assumido nas últimas décadas um relevante interesse na literatura financeira. Prova disso, são os vários estudos que têm surgido desde a publicação do trabalho pioneiro de Modigliani & Miller (1958). Apesar de grande parte dos estudos incidirem sobre as grandes empresas, são já conhecidos, ainda que em pequena escala, alguns estudos que se focalizam no universo das micro, pequenas e médias empresas.

O presente trabalho tem como objetivo estudar os determinantes da estrutura de capitais das médias empresas industriais transformadoras portuguesas, confrontando os resultados obtidos das empresas exportadoras com os obtidos para as empresas não exportadoras.

Com base na literatura mais relevante testámos os seguintes determinantes do Endividamento Total: Rendibilidade, Dimensão, Crescimento, Idade, Composição do Ativo, Risco de Negócio e Outros Benefícios Fiscais para além da dívida.

Demonstrámos que as variáveis Rendibilidade e Idade afetam negativamente o Endividamento Total em ambos os grupos de empresas. Inversamente, os nossos resultados evidenciaram que a variável Dimensão afeta positivamente o Endividamento Total, também para ambas as amostras testadas. A variável Crescimento evidenciou uma relação positiva com o Endividamento Total para o grupo das empresas exportadoras.

Abstract

The capital structure has been assumed in last decades a relevant interest in financial literature. Proof of this, are the various studies that have emerged since the publication of the Modigliani & Miller (1958) pioneering work. Although the most studies are related to large companies, are already known, on a small scale yet, some studies that focus on the micro, small and medium companies universe.

The present work aims to study the capital structure determinants of manufacturing Portuguese medium size companies industry, comparing the results of exporting and non exporting companies.

Based on the relevant literature, we have tested the Total Debt determinants: Profitability, Size, Growth, Age, Assets Composition, Business Risk and Other Tax Benefits beyond debt.

We demonstrated that the Profitability and Age variables had affected negatively the Total Debt in both groups of companies. Inversely, our results showed that the Size variable has a positive effect in the Total Debt for both samples tested. The Growth variable showed a positive relationship with the Total Debt for the group of exporting companies.

Índice

Resumo.....	i
Abstract.....	ii
Índice de Tabelas	v
Abreviaturas.....	vi
Introdução.....	1
Capítulo 1.....	3
Enquadramento temático	3
1.1. Conceito de PME	3
1.2. Caracterização do tecido empresarial português.....	4
1.3. Caracterização da indústria transformadora portuguesa.....	5
Capítulo 2.....	7
Revisão da Literatura	7
Capítulo 3.....	13
Metodologia de investigação	13
3.1. Amostra.....	13
3.2. Análise multivariada.....	15
Capítulo 4.....	18
Apresentação e discussão dos resultados	18
4.1. Análise estatística descritiva	18
4.2. Modelos de regressão.....	22
Capítulo 5.....	26
Conclusão.....	26
Bibliografia.....	28
Anexos.....	34

Índice de Tabelas

Tabela 1: Critérios PME.....	3
Tabela 2: Principais indicadores das sociedades não financeiras portuguesas do ano de 2012.....	4
Tabela 3: Principais indicadores das sociedades não financeiras da indústria transformadora portuguesa relativamente ao ano de 2012.....	6
Tabela 4: Distribuição das empresas quanto à atividade de importação e/ou exportação.....	14
Tabela 5: Expressão numérica e sinal esperado relativamente às variáveis independentes	17
Tabela 6: Estatísticas descritivas das empresas exportadoras.....	18
Tabela 7: Estatísticas descritivas das empresas não exportadoras	19
Tabela 8: Valores médios anuais relativos às empresas exportadoras.....	20
Tabela 9: Valores médios anuais relativos às empresas não exportadoras	20
Tabela 10: Matriz de correlações - empresas exportadoras	21
Tabela 11: Matriz de correlações - empresas não exportadoras.....	22
Tabela 12: Resultados dos modelos de regressão.....	23

Abreviaturas

Ativo - Composição do Ativo

BT - Balanço Total anual

CAE - Classificação Portuguesa das Atividades Económicas

Cresc - Crescimento

Desv.pad - Desvio padrão

Dim - Dimensão

EBITDA - *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

EndT - Endividamento Total

FE - Modelo dos Efeitos Fixos (do inglês *Fixed Effects Model*)

INE - Instituto Nacional de Estatística

Max - Máximo

min - Mínimo

OBF - Outros Benefícios Fiscais para além da dívida

P25 - Percentil 25

P75 - Percentil 75

PME - micro, pequenas e médias empresas

RE - Modelo dos Efeitos Aleatórios (do inglês *Random Effects Model*)

Rend - Rendibilidade

Risco - Risco de Negócio

SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

VABpm - Valor Acrescentado Bruto a preços de mercado

VN - Volume de Negócios anual

Introdução

Desde o estudo pioneiro de Modigliani & Miller (1958) sobre a temática da estrutura de capitais¹, muitos têm sido os estudos elaborados na tentativa de encontrar evidência empírica para a determinação daquela que será considerada a estrutura ótima de capitais das empresas. No entanto, conforme iremos abordar no capítulo 2, o consenso em torno da temática está longe de se verificar.

O presente estudo tem como objetivo analisar os fatores que influenciam a estrutura de capitais das médias empresas da indústria transformadora portuguesa, comparando, dentro deste setor empresarial, as empresas exportadoras com as empresas não exportadoras. Para tal, recorreremos à base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), disponibilizada pela empresa Bureau Van Dijk. Obtivemos informação sobre empresas nacionais para os anos de 2005 a 2012.

A motivação para a realização deste trabalho relaciona-se com quatro fatores. Primeiramente, com a escassez de estudos que incidam sobre as micro, pequenas e médias empresas (PME) portuguesas. Em segundo lugar, pela representatividade destas no tecido empresarial português. De acordo com Instituto Nacional de Estatística (INE), as PME portuguesas representavam em 2012, 99,7% do tecido empresarial português referente às sociedades não financeiras (INE, 2012). Em terceiro lugar, com a dinâmica empresarial que a indústria transformadora apresenta em Portugal. No ano de 2012, foi o setor de atividade económica que mais contribuiu para a taxa de empregabilidade em Portugal e aquele que apresentou o Valor Acrescentado Bruto a preços de

¹ A estrutura de capitais traduz-se no modo como uma empresa financia os seus ativos, através da combinação entre capitais próprios, capitais alheios e instrumentos híbridos. A estrutura ótima de capital será aquela que minimize o custo de capital aliado à maximização do valor da empresa.

mercado² (VABpm) mais elevado (INE, 2012). Por fim, dado os crescentes incentivos às exportações e à importância destas no desempenho e sobrevivência das empresas portuguesas e da própria arrecadação de receitas do Estado Português, consideramos relevante estudar e comparar as empresas exportadoras com as empresas sem atividade de comércio externo.

Estruturámos o nosso trabalho em 5 capítulos. Começamos por elaborar um enquadramento temático, onde definimos o conceito de PME e, com recurso aos principais indicadores económicos e patrimoniais das sociedades não financeiras portuguesas, caracterizamos o tecido empresarial português e a indústria transformadora portuguesa.

Após o enquadramento temático, procedemos à revisão da literatura, sendo a partir daqui que chegamos às variáveis que iremos testar no nosso estudo. Destacamos os estudos de Gama (2000), Novo (2009), Babo (2009), Vieira & Novo (2010) e Junior (2012) dado incidirem sobre as PME portuguesas.

Na terceira fase deste estudo, expomos a metodologia de investigação. Com base nos estudos empíricos apresentados no capítulo 2, procedemos à explicação detalhada de como obtivemos e seleccionámos as amostras testadas e apresentamos o modelo de regressão que testa as variáveis em estudo. Pretendemos testar os seguintes fatores determinantes do Endividamento Total (EndT): Rendibilidade (Rend), Dimensão (Dim), Crescimento (Cresc), Idade, Composição do Ativo (Ativo), Risco de Negócio (Risco) e Outros Benefícios Fiscais para além da dívida (OBF).

No capítulo 4 apresentamos e discutimos os resultados obtidos. Por fim, no capítulo 5, expomos as conclusões a que o nosso trabalho nos permitiu chegar, apontando pistas para estudos futuros.

² Corresponde ao valor bruto da produção subtraído do valor dos consumos intermédios

Capítulo 1

Enquadramento temático

Iniciamos este capítulo com a exposição do conceito de PME. De seguida, com recurso aos principais indicadores económicos e patrimoniais das sociedades não financeiras portuguesas, caracterizamos o tecido empresarial português, seguindo igual método no ponto seguinte para a caracterização da indústria transformadora portuguesa.

1.1. Conceito de PME

De acordo com a definição adotada pela Comissão Europeia na Recomendação n.º 2003/361/CE de 6 de Maio de 2003 (Comissão Europeia, 2003), as PME são definidas em função dos efetivos de que dispõem e do seu Volume de Negócios anual (VN) ou Balanço Total anual (BT). São então consideradas PME aquelas que empreguem menos de 250 pessoas e não excedam um VN ou BT superior a 50 ou 43 milhões de euros respetivamente.

O artigo 2.º da Recomendação supra mencionada, estabelece ainda os critérios de enquadramento das PME mediante estas sejam micro, pequenas ou médias empresas, conforme apresentamos na tabela 1.

Dimensão	Total de efetivos	VN ou BT
PME	< 250	VN ≤ €50 Milhões ou BT ≤ €43 Milhões
Média	Todas as PME que não forem consideradas micro ou pequenas empresas	
Pequena	< 50	VN ou BT ≤ €10 Milhões
Micro	< 10	VN ou BT ≤ €2 Milhões

Tabela 1: Critérios PME

Fonte: Comissão Europeia (2003)

1.2. Caracterização do tecido empresarial português

O tecido empresarial português é caracterizado por uma clara predominância de PME (tabela 2).

Indicadores	Total	PME				Empresas grandes
		Micro	Pequenas	Médias	Total	
N.º de Sociedades	353 611	311 324	35 659	5 613	352 596	1 015
Peso no total das sociedades (%)	100	88,0	10,1	1,6	99,7	0,3
Pessoal ao serviço ³ (N.º)	2 695 317	773 305	654 953	498 036	1 926 294	769 023
Peso no total das sociedades (%)	100	28,7	24,3	18,5	71,5	28,5
VN (10 ³ euros)	310 680 034	46 300 539	61 189 871	649 79 136	172 469 546	138 210 488
Peso no total das sociedades (%)	100	14,9	19,7	20,9	55,5	44,5
VABpm (10 ³ euros)	70 038 071	9 826 202	14 123 645	15 509 021	39 458 868	30 579 203
Peso no total das sociedades (%)	100	14,0	20,2	22,1	56,3	43,7

Tabela 2: Principais indicadores das sociedades não financeiras portuguesas do ano de 2012

Fonte: INE (2012)

Segundo os dados mais recentes publicados pelo INE (tabela 2), em 2012, existiam em Portugal 353 611 sociedades não financeiras. As PME portuguesas

³ "Indivíduos que no período de referência, participaram na atividade da empresa/instituição, qualquer que tenha sido a duração dessa participação, nas seguintes condições: a) pessoal ligado à empresa/instituição por um contrato de trabalho, recebendo em contrapartida uma remuneração; b) pessoal ligado à empresa/instituição, que por não estar vinculado por um contrato de trabalho, não recebe uma remuneração regular pelo tempo trabalhado ou trabalho fornecido (p. ex: proprietários-gerentes, familiares não remunerados, membros ativos de cooperativas); c) pessoal com vínculo a outras empresas/instituições que trabalharam na empresa/instituição sendo por esta diretamente remunerados; (d) pessoas nas condições das alíneas anteriores, temporariamente ausentes por um período igual ou inferior a um mês por férias, conflito de trabalho, formação profissional, assim como por doença e acidente de trabalho. Não são consideradas como pessoal ao serviço as pessoas que: i) se encontram nas condições descritas nas alíneas a), b), e c) e estejam temporariamente ausentes por um período superior a um mês; ii) os trabalhadores com vínculo à empresa/instituição deslocados para outras empresas/instituições, sendo nessas diretamente remunerados; iii) os trabalhadores a trabalhar na empresa/instituição e cuja remuneração é suportada por outras empresas/instituições (p. ex: trabalhadores temporários); iv) os trabalhadores independentes (p. ex: prestadores de serviços, também designados por "recibos verdes")" (INE, 2012).

representavam 99,7% do tecido empresarial português, o equivalente a 352 596 sociedades não financeiras, sendo que 88,0% correspondiam a micro, 10,1% a pequenas e 1,6% a médias empresas.

No respeitante ao pessoal ao serviço, em 2012, as PME portuguesas contribuíram com 71,5% (1 926 294 pessoas ao serviço) para o total dos postos de trabalho em Portugal (tabela 2).

No grupo das PME, em 2012, foram as médias empresas que maior volume de negócio apresentaram, representando 20,9% do total das sociedades não financeiras (tabela 2). Foram igualmente, no seio das PME, as médias empresas, com 22,1%, que apresentaram o maior valor relativamente ao VABpm, como observável na tabela 2.

1.3. Caracterização da indústria transformadora portuguesa

A Classificação Portuguesa das Atividades Económicas (CAE) adota um sistema de codificação dividido em duas partes: uma parte alfabética com o nível Secção e uma parte numérica dividida em quatro níveis: Divisão, Grupo, Classe e Subclasse. As indústrias transformadoras inserem-se na Secção C e envolvem a produção de bens de consumo, bens intermédios e de investimento. No anexo 1, enquadrámos a indústria transformadora dentro dos parâmetros referenciados. No entanto, devido às extensas classificações referentes aos níveis Grupo, Classe e Subclasse, apenas incluímos os níveis Secção e Divisão.

Em 2012, existiam 37 650 sociedades inseridas no setor das indústrias transformadoras (tabela 3), fazendo deste setor de atividade económica o 3º com maior número de empresas em Portugal (INE, 2012). A indústria transformadora, com 602 090 pessoas ao serviço (tabela 3), é o setor que mais

emprego gera em Portugal, apresentando também o maior VABpm do tecido empresarial português referente a sociedades não financeiras (INE, 2012).

Indicadores	Total	PME				Empresas grandes
		Micro	Pequenas	Médias	Total	
N.º de Sociedades	37 650	25 713	9 592	2 048	37 353	297
Peso no total das sociedades (%)	100	68,3	25,5	5,4	99,2	0,8
Pessoal ao serviço (N.º)	602 090	84 292	192 884	188 737	465 913	136 177
Peso no total das sociedades (%)	100	14,0	32,0	31,4	77,4	22,6
VN (10 ³ euros)	78 099 009	3 786 747	12 494 669	20 314 510	36 595 926	41 503 083
Peso no total das sociedades (%)	100	4,9	16,0	26,0	46,9	53,1
VABpm (10 ³ euros)	15 719 352	1 076 182	3 501 035	4 824 028	9 401 245	6 318 107
Peso no total das sociedades (%)	100	6,9	22,3	30,7	59,8	40,2

Tabela 3: Principais indicadores das sociedades não financeiras da indústria transformadora portuguesa relativamente ao ano de 2012

Fonte: INE (2012)

Capítulo 2

Revisão da Literatura

O presente trabalho tem como objetivo testar empiricamente os fatores determinantes do Endividamento Total das médias empresas industriais transformadoras portuguesas. Para tal, torna-se fundamental enquadrarmos no nosso estudo a literatura financeira mais relevante sobre a temática da estrutura de capitais.

Apesar da inexistência de uma teoria universal que explique a forma como as empresas optam pelo recurso a capitais próprios ou a capitais alheios (Myers, 2001), destacam-se na literatura financeira duas teorias: *trade-off* e *pecking order*.

No estudo pioneiro sobre a temática da estrutura de capital, Modigliani & Miller (1958), tendo por base os pressupostos do mercado de capitais perfeito, demonstraram a irrelevância da escolha entre capitais próprios e capitais alheios sobre o valor das empresas. Tal como Grinblatt & Titman (2001), vários autores partilharam da mesma corrente de pensamento. Desde então, nas últimas décadas, esta temática tem constituído um dos temas de maior interesse na área financeira, tendo vindo a verificar-se um crescente número de estudos na expectativa de explicar que fatores influenciam as decisões de financiamento das empresas. No entanto, continua distante o consenso acerca daquela que será a estrutura ótima de capitais de uma empresa. Facto este que torna atual a referência de Myers (1984) ao *puzzle* da estrutura de capitais.

As contestações em torno da teoria da irrelevância da estrutura de capital de Modigliani & Miller (1958) apresentam razões válidas. As imperfeições que caracterizam os mercados constituem um fator determinante nas decisões de financiamento. Tal como referido por Myers (2001), essas decisões são determinantes no sucesso das organizações.

Reconhecendo a necessidade de consideração do efeito fiscal combinado com o efeito dos custos de falência, Modigliani & Miller (1963), reformularam o seu modelo original. Desta consideração resultou a abordagem *trade-off*. Esta teoria considera que quanto maior for o grau de endividamento de uma empresa, maior será o risco de falência. Quer isto dizer, que apesar dos benefícios do endividamento para a empresa decorrentes dos benefícios fiscais, são também passíveis de ocorrer custos relacionados com a falência da empresa. A abordagem *trade-off* aponta para uma estrutura ótima de capitais, estrutura essa obtida quando os custos de falência igualam os benefícios fiscais, pelo que após atingir os valores marginais, o endividamento diminui o valor da empresa. Torna-se então necessário que as empresas definam um nível alvo de dívida para o qual deverão convergir (Myers, 1984).

A par da teoria do *trade-off*, como já referido, na literatura financeira a teoria de *pecking order* assume também particular relevância. Foi desenvolvida por Myers (1984), tendo por base a teoria da informação assimétrica de Myers & Majluf (1984). Baseada na assimetria de informação entre gestores e investidores, prevê que a estrutura de capitais das empresas seja definida pela acumulação de necessidades de financiamento de novos investimentos. Considera que as empresas seguem uma sequência hierárquica aquando das decisões de financiamento. Inicialmente, recorrem a autofinanciamento e apenas quando este se torna insuficiente, recorrem ao financiamento externo, deixando para último, o recurso à emissão de ações.

Em síntese, a teoria do *trade-off* sustenta que um nível ótimo de endividamento é alcançado pelo equilíbrio entre benefícios fiscais associados à utilização da dívida e dos custos de falência, ao passo que a teoria da *pecking order* não defende uma estrutura ótima de capitais, mas sim uma hierarquização das fontes de financiamento, de acordo com o seu custo.

Segundo Vieira & Novo (2010), a teoria da *pecking order* é a que melhor explica a estrutura de capitais das PME portuguesas. Estas empresas preferem primeiramente recorrer a capitais próprios e só depois optam pelo recurso a capitais alheios.

De acordo com Harris & Raviv (1991), os fatores que afetam positivamente o endividamento e que geram maior consenso no seio da literatura financeira são o ativo fixo, as economias fiscais, as oportunidades de crescimento e a dimensão. Inversamente, estes autores apontam a volatilidade, as despesas de publicidade, as despesas de investigação e desenvolvimento, a probabilidade de falência, a rentabilidade e a raridade do produto como os fatores que afetam negativamente o endividamento. Rajan & Zingales (1995) e Shyam-Sunder & Myers (1999) testaram igualmente estes fatores. Frank & Goyal (2007) consideraram a necessidade de incluir o endividamento mediano do setor e a inflação esperada como fatores explicativos da estrutura de capitais das empresas.

Considerando que quanto maior for a capacidade da empresa em gerar resultados, maior o autofinanciamento e menor o recurso à dívida, a teoria da *pecking order* defende uma relação positiva entre a variável Rendibilidade e o endividamento. A teoria do *trade-off* postula também a existência de uma relação positiva, dado que quanto maior a capacidade da empresa em gerar resultados, maior será o seu poder negocial e facilidade de obter financiamento externo. Jensen (1986) e Mira & Garcia (2003) defendem uma relação positiva da rendibilidade com o endividamento. Inversamente, Myers (1984), Titman & Wessels (1988), Harris & Raviv (1991), Rajan & Zingales (1995), Fama & French (2002), Frank & Goyal (2007) e Ramadan (2009) defendem uma relação negativa.

As teorias *pecking order* e *trade-off* defendem que a variável Dimensão apresenta uma relação positiva com o endividamento. Considerando que quanto maior é a dimensão da empresa, maior tenderá a ser o seu

endividamento, Rajan & Zingales (1995), Frank & Goyal (2003) e Daskalakis & Psillaki (2005) referem que a dimensão influencia positivamente a dívida.

Em conformidade com a teoria da *pecking order*, a variável Crescimento apresenta uma relação positiva com o endividamento. De acordo com Ramalho & Silva (2009), as empresas com crescimento mais elevado recorrem mais a financiamento externo, dado que as necessidades de financiamento tendem a aumentar proporcionalmente com as oportunidades de crescimento. Consequentemente, os capitais próprios tornam-se insuficientes. Estes autores partilham do defendido pela teoria da *pecking order*. Vos & Shen (2007) verificaram que as PME com elevado crescimento financiam efetivamente o crescimento com o aumento dos níveis de dívida. Por sua vez, Serrasqueiro (2008) não obteve resultados estatisticamente significativos na relação da variável Crescimento com o Endividamento.

De acordo com Gama (2000), as empresas mais jovens são as que mais necessitam de recorrer ao financiamento externo. Vos & Shen (2007) referem que a variável Idade tem um impacto negativo sobre a dívida, sendo que quanto mais anos de atividade a empresa tiver, maior tendência terá para baixar o nível da dívida, uma vez que acumulam fundos internos suficientes para se financiarem. Também Babo (2009), Vilabella & Silvosa (1997) e Vieira e Novo (2009), concluíram que a Idade apresenta uma relação negativa com o endividamento.

Entre outros autores, Rajan & Zingales (1995), Frank & Goyal (2003), Babo (2009) e Ramalho & Silva (2009) demonstraram que a Composição do Ativo afeta positivamente o endividamento. As teorias *pecking order* e *trade-off* confirmam igualmente essa relação positiva. Harris & Raviv (1991) sustentam esta relação afirmando que empresas com mais ativos tangíveis têm acesso mais facilitado à dívida, uma vez que estes apresentam-se como garantia. Relativamente aos ativos intangíveis, dados estes tenderem a não servir de

garantia (Myers, 1984), os estudos apontam para uma relação negativa com o endividamento. Para Correa (2006), a Composição dos Ativo apresenta uma relação negativa com o endividamento. Por sua vez, Titman & Wessels (1988) e Serrasqueiro (2008) concluíram que os resultados são estatisticamente insignificativos.

Vários estudos empíricos divergem quanto à relação entre a variável Risco de Negócio e o endividamento, muito devido à complexidade e diversidade de definição deste indicador (Novo, 2009). Bradley, Jarrel & Kim (1984) e Myers (1984) demonstraram uma relação negativa. Por sua vez, Correa (2006) e Novo (2009) demonstraram uma relação positiva. Os resultados de Serrasqueiro (2008) não apresentaram resultados estatisticamente significativos.

Norton (1990) e Serrasqueiro (2008) concluíram que a variável OBF afeta positivamente a dívida. Inversamente, baseados no trabalho de Titman & Wessels (1988) e não obstante dos resultados estatísticos apresentarem significância reduzida, Villabella & Silvosa (1997) e Augusto (2006) demonstraram que a variável OBF afeta negativamente a dívida.

Como já referido, a maioria dos estudos sobre a temática da estrutura de capitais incide sobre as grandes empresas, sendo evidente a escassez de estudos sobre as PME e em concreto sobre as PME portuguesas. Estas desempenham um papel determinante na economia portuguesa. Em 2012, representavam 99,7% do tecido empresarial português (INE, 2012). No entanto, como expomos de seguida, alguns estudos têm vindo a ser elaborados.

Babo (2009) testou empiricamente os fatores determinantes do endividamento das empresas portuguesas, averiguando também se estas vão de encontro ao preconizado pela teoria *trade-off*. Demonstrou que as variáveis ativo e efeitos fiscais da dívida afetam positivamente o endividamento, ao passo que a rentabilidade e a idade exercem influência negativa sobre o endividamento. Concluiu também que a dimensão afeta positivamente o

endividamento das médias e grandes empresas, exercendo efeito inverso para as pequenas e micro empresas.

Vieira & Novo (2010) investigaram igualmente a estrutura de capitais das PME portuguesas. Demonstraram que a teoria da *pecking order* é a que melhor explica o comportamento das PME portuguesas. Numa primeira instância optam pelo recurso ao autofinanciamento, seguido do recurso a capitais alheios e por último recorrem a aumentos de capitais.

Junior (2012) comparou a estrutura de capitais das PME e das grandes empresas portuguesas, tendo para o efeito confrontado uma amostra de 466 PME com 408 grandes empresas, para o período compreendido entre os anos de 2005 e 2009. Demonstrou, no respeitante às PME, que as variáveis risco de negócio e rendibilidade afetam positivamente o endividamento total e que a afetar positivamente o endividamento de médio e longo prazo encontram-se a dimensão, a composição do ativo e a rendibilidade. Concluiu ainda que as teorias *pecking order* e *trade-off* encontram evidência nas pequenas e nas grandes empresas.

A partir dos resultados dos principais estudos empíricos sobre os determinantes da estrutura de capitais apresentados no presente capítulo, optámos por testar no nosso estudo aqueles que geram maior consenso na literatura financeira: Rendibilidade, Dimensão, Crescimento, Idade, Composição do Ativo, Risco de Negócio e Outros Benefícios Fiscais para além da dívida.

Capítulo 3

Metodologia de investigação

Este capítulo tem como objetivo apresentar a metodologia de investigação seguida no presente trabalho. O nosso estudo pretende analisar os determinantes da estrutura de capitais das médias empresas industriais transformadoras portuguesas, confrontando os resultados obtidos para as empresas exportadoras com os obtidos para as empresas não exportadoras. Deste modo, expomos de seguida como chegámos às amostras testadas no presente estudo e apresentamos o modelo de regressão utilizado, elaborado com base nos principais resultados dos estudos empíricos sobre os determinantes da estrutura de capitais.

3.1. Amostra

Para a obtenção dos dados que nos permitiram o desenvolvimento do estudo empírico do nosso trabalho, recorreremos à base de dados SABI. Tivemos acesso aos principais indicadores financeiros e patrimoniais de 490 653 empresas portuguesas do setor não financeiro para os anos compreendidos entre 2005 e 2012. Pela indisponibilidade de informação e conseqüente enviesamento das amostras a testar, optámos por não considerar os anos de 2005 e 2006.

O nosso estudo incide sobre o tecido empresarial português respeitante à indústria transformadora. Deste modo, o primeiro critério de seleção que aplicámos foi relativo à CAE. De acordo com o INE (2007), considerámos as empresas cuja atividade se insere na CAE compreendida entre 10 110 e 33 200 (o correspondente a todas as subclasses do setor da indústria transformadora),

pelo que obtivemos 39 010 observações. De seguida, como pretendemos debruçar o nosso estudo sobre as médias empresas, aplicámos o critério de seleção relativo à dimensão, de acordo com o estabelecido pela Comissão Europeia (2003). Daqui resultaram as seguintes observações: 4 152 médias, 12 982 pequenas e 21 207 micro empresas. Por fim, uma vez que pretendemos estudar os efeitos da atividade de exportação e/ou importação no universo das observações alcançadas (4 152 médias empresas), procedemos à separação das observações em quatro grupos de empresas, conforme expõe a tabela 4.

Grupos de empresas	N.º de observações
Exportadoras	263
Importadoras	206
Importadoras/exportadoras	2 071
Sem atividade de importação e exportação	1 612

Tabela 4: Distribuição das empresas quanto à atividade de importação e/ou exportação

Como podemos observar na tabela 4, os dois primeiros grupos de empresas (empresas só com atividade de exportação e empresas só com atividade de importação) apresentam-se com um número reduzido de observações. Por este motivo, optámos por debruçar o nosso estudo sobre as empresas importadoras/exportadoras e as empresas sem atividade de importação e exportação. No sentido de simplificação, a partir deste ponto, vamos referir-nos às empresas importadoras/exportadoras como empresas exportadoras e às empresas sem atividade de importação e exportação, como empresas não exportadoras.

3.2. Análise multivariada

Baseados nos principais estudos expostos no capítulo 2, começámos por determinar, para cada empresa, os fatores a incluir no modelo. De seguida, excluímos as observações para as quais não foi possível obter todas as variáveis que o nosso estudo exige. Optámos por utilizar os dados não balanceados, caso contrário, reduziríamos substancialmente o número de observações. Para aumentar a fiabilidade dos resultados, eliminámos as observações extremas, tendo apenas sido consideradas as 98% observações intermédias relativamente a cada uma das variáveis consideradas. Após estas operações, obtivemos as já referidas 2 071 empresas exportadoras e 1 612 empresas não exportadoras. Posto isto, para testar os fatores já identificados, construímos um modelo de regressão baseado no modelo de Rajan & Zingales (1995), definido pela seguinte expressão numérica:

$$EndT_{i,t} = \alpha + \beta_k X_{ki,t} + \varepsilon_{i,t},$$

onde i identifica as empresas observadas, t corresponde ao instante temporal, α é a constante, β_k são os coeficientes, $X_{ki,t}$ são as variáveis e $\varepsilon_{i,t}$ representam os resíduos do modelo.

A variável dependente do modelo é o Endividamento Total, definida pelo rácio dívida total / total do ativo (Rajan & Zingales, 1995).

As variáveis independentes que incluímos no modelo são: Rendibilidade, Dimensão, Crescimento, Idade, Composição do Ativo, Risco de Negócio e Outros Benefícios Fiscais para além da dívida.

A variável Rendibilidade é expressa pelo quociente entre os Resultados Antes de Juros e Impostos e o Ativo Total, tal como os autores Song (2005) e Bougatef & Chichti (2010) o fizeram.

Relativamente à variável Dimensão e de acordo com Frank & Goyal (2003), Ramadan (2009) e Novo (2009), iremos representá-la pelo Logaritmo do Ativo Total Líquido.

No que respeita à variável Crescimento, tal como Ramalho & Silva (2009) e Junior (2012), iremos utilizar para o seu cálculo a Taxa de Crescimento do Ativo Total.

Baseados no estudo de Babo (2009), iremos medir a variável Idade através do Logaritmo do número de anos de atividade da empresa.

A variável Composição do Ativo obtêm-se pelo rácio Ativos Fixos Tangíveis / Ativo Total. Entre outros autores, Gama (2000), Dúran & Úbeda (2005) e Ramadan (2009) utilizaram esta expressão numérica.

Definimos a variável Risco de Negócio pelo desvio padrão do crescimento normalizado do Volume de Negócios, tal como o fizeram Jorge (1997), Titman & Wessels (1988) e Junior (2012).

Verificámos a existência de várias formas de representar a variável Outros Benefícios Fiscais para além da dívida nos diferentes estudos empíricos analisados. Optámos por nos basear, muito devido à informação de que dispúnhamos, nos estudos de Jorge (1997) e Junior (2012). Deste modo, a variável Outros Benefícios Fiscais para além da dívida é representada pelo rácio Depreciações / EBITDA.

Expomos na tabela 5 o sinal da relação entre o Endividamento Total e a variável produzida que esperamos obter, conforme a literatura apresentada no capítulo 2. Na mesma tabela 5 apresentamos um resumo das expressões numéricas das variáveis independentes.

Variáveis	Expressão numérica	Sinal esperado
Rendibilidade	$\frac{\text{Resultados Antes de Juros e Impostos}}{\text{Ativo Total}}$	-
Dimensão	Logaritmo do Ativo Total Líquido	+
Crescimento	Taxa de Crescimento do Ativo Total	+
Idade	Logaritmo do número de anos de atividade da empresa	-
Composição do Ativo	$\frac{\text{Ativos Fixos Tangíveis}}{\text{Ativo Total}}$	+
Risco de Negócio	Desvio padrão do crescimento normalizado do Volume de Negócios	-
OBF	$\frac{\text{Depreciações}}{\text{EBITDA}}$	-

Tabela 5: Expressão numérica e sinal esperado relativamente às variáveis independentes

O modelo que aqui apresentámos pretende explicar o Endividamento Total das empresas utilizando as variáveis independentes incluídas no mesmo. No próximo capítulo vamos analisar a evolução destes fatores ao longo do período considerado no nosso estudo, para cada um dos grupos de empresas considerados.

Capítulo 4

Apresentação e discussão dos resultados

Pretendemos neste capítulo apresentar e discutir os resultados que obtivemos com a metodologia de investigação levada a cabo no capítulo anterior. Após efetuarmos uma análise estatística descritiva, iremos proceder à análise dos modelos de regressão. Como já referido, o estudo será conduzido tendo em consideração duas amostras de médias empresas da indústria transformadora portuguesa: empresas exportadoras e empresas não exportadoras.

4.1. Análise estatística descritiva

Iniciamos a análise estatística descritiva com a apresentação das estatísticas descritivas de todas as variáveis consideradas neste estudo para ambos os grupos de empresas (tabelas 6 e 7). Os indicadores estatísticos utilizados são a Média, o Desvio padrão (Desv.pad), o Mínimo (min), o Percentil 25 (P25), a Mediana, o Percentil 75 (P75) e o Máximo (Max).

Variáveis	Média	Desv.pad	Min	P25	Mediana	P75	Max
EndT	0,51040	0,21360	0,05110	0,35320	0,54190	0,67630	0,95670
Rend	0,04740	0,06640	-0,20660	0,01750	0,03900	0,07320	0,29210
Dim	8,88510	0,98600	5,60820	8,20650	8,89880	9,59410	11,47100
Cresc	0,06680	0,19260	-0,33890	-0,04570	0,03080	0,13420	1,41230
Idade	26,44400	14,07100	1,00000	17,00000	25,00000	34,00000	77,00000
Ativo	0,29500	0,16620	0,01580	0,16200	0,27360	0,40780	0,77820
Risco	3,38970	0,85740	2,37360	2,65350	3,34550	4,26060	4,76600
OBF	0,48860	0,67120	-4,50220	0,28920	0,47730	0,67080	5,50150

Tabela 6: Estatísticas descritivas das empresas exportadoras

Variáveis	Média	Desv.pad	min	P25	Mediana	P75	Max
EndT	0,50590	0,28280	0,00400	0,26960	0,54400	0,73900	0,97710
Rend	0,03700	0,10250	-0,42620	-0,00370	0,02900	0,07280	0,50710
Dim	6,81540	2,06480	2,50000	5,15720	6,90220	8,44950	11,44380
Cresc	0,10750	0,46930	-0,62440	-0,07210	0,01430	0,14820	5,41460
Idade	19,80000	14,05000	1,00000	8,00000	18,00000	28,00000	67,00000
Ativo	0,32090	0,25500	0,00070	0,10450	0,26650	0,50210	0,95580
Risco	4,48950	1,26520	2,67160	3,37900	5,04000	5,59510	6,45880
OBF	0,38810	1,17360	-6,77770	0,10050	0,39350	0,70950	8,32540

Tabela 7: Estatísticas descritivas das empresas não exportadoras

Os dados estatísticos apresentados nas tabelas 6 e 7 permitem-nos analisar o comportamento global de cada uma das variáveis para as duas amostras em estudo.

Tendo em conta os percentis 25 e 75, assim como as medidas extremas, Max e min, verificamos que as empresas não exportadoras apresentam uma maior dispersão em todas as variáveis, à exceção das variáveis Crescimento e Idade.

Conforme refletido na tabela 6, as empresas exportadoras evidenciam uma média de endividamento total de 51,04 pontos percentuais, valor muito idêntico ao registado pelas empresas não exportadoras: 50,59% (tabela 7). Mira & Gracia (2003), testando a estrutura de capitais das PME espanholas, depararam-se com uma taxa de endividamento total média de 61,4%. Novo (2009), analisando a estrutura de capitais das PME portuguesas, verificou uma taxa de endividamento total média de 61,35%. Junior (2012), ao estudar os determinantes da estrutura de capitais das empresas portuguesas (PME e Grandes), constatou que o endividamento total das PME atingiu o valor médio de 56,8%.

De seguida, continuamos a análise estatística descritiva com a apresentação dos valores médios de cada uma das variáveis em estudo para cada ano do período em análise. Os valores obtidos são apresentados nas tabelas 8 e 9 para as empresas exportadoras e para as empresas não exportadoras respetivamente.

Variáveis	2007	2008	2009	2010	2011	2012
EndT	0,50008	0,50998	0,51387	0,52130	0,51679	0,49968
Rend	0,05962	0,05113	0,04106	0,04524	0,04266	0,04420
Dim	8,81540	8,84808	8,88081	8,92827	8,91992	8,92156
Cresc	0,09795	0,07148	0,04474	0,11411	0,03497	0,03321
Idade	25,00000	26,00000	26,00000	27,00000	27,00000	28,00000
Ativo	0,30257	0,30184	0,30361	0,29041	0,28870	0,28226
Risco	2,65350	2,37362	4,26056	3,34555	4,76603	2,98583
OBF	0,51243	0,52004	0,50629	0,48273	0,45099	0,45583

Tabela 8: Valores médios anuais relativos às empresas exportadoras

Variáveis	2007	2008	2009	2010	2011	2012
EndT	0,52590	0,52883	0,47037	0,50951	0,50297	0,48348
Rend	0,03500	0,03423	0,03750	0,04416	0,03734	0,03531
Dim	7,00000	7,00693	6,76483	6,66589	6,64090	6,53338
Cresc	0,15130	0,10628	0,08395	0,09756	0,06815	0,11411
Idade	20,00000	20,00000	20,00000	19,00000	20,00000	19,00000
Ativo	0,31530	0,33090	0,32827	0,30550	0,32496	0,31865
Risco	5,04000	2,67163	3,37898	5,59510	6,45879	4,49227
OBF	0,47642	0,30141	0,43283	0,44953	0,30204	0,32342

Tabela 9: Valores médios anuais relativos às empresas não exportadoras

Em ambos os grupos de empresas, os valores relativos à variável Endividamento Total mantiveram-se estáveis durante todo o período em análise, em torno dos 50% (tabelas 8 e 9). Contudo, este valor diminuiu de forma mais acentuada para as empresas não exportadoras nos anos de 2009 e 2012 (tabela 9). Este comportamento pode indicar uma maior restrição à concessão de crédito a empresas não exportadoras ou aumento de incentivos financeiros às empresas exportadoras.

Para a variável Rendibilidade, as empresas exportadoras apresentaram valores superiores em todos os anos em análise, assumindo os valores respeitantes à variável OBF igual comportamento (tabela 8 e 9).

Relativamente à variável Dimensão, verificámos que os valores obtidos para as empresas não exportadoras têm evoluído negativamente (tabela 9). Em contraste, as empresas exportadoras apresentam ligeiros aumentos graduais, sendo os valores obtidos para este grupo de empresas sempre superior ao das empresas não exportadoras para todo o período analisado (tabela 8).

No que respeita à variável Crescimento, constata-se oscilações de valores em ambos os grupos de empresas, o mesmo acontecendo para os valores respeitantes à variável Risco de Negócio.

Verificamos que os valores obtidos para a variável Idade das empresas sem atividade de comércio externo é inferior aos obtidos para o grupo das empresas exportadoras. Tal facto poderá indiciar que as empresas exportadoras tendem a sobreviver durante um ciclo temporal superior.

Os valores obtidos para a variável Composição do Ativo, em ambos os grupos de empresas, apresentam valores semelhantes e com insignificantes oscilações (tabelas 8 e 9).

As tabelas 10 e 11 representam as matrizes de correlações de *Pearson* entre os diferentes fatores considerados no modelo de regressão para as empresas exportadoras e empresas não exportadoras respetivamente. Os valores de correlação são na generalidade baixos para ambos os grupos de empresas, não colocando em causa problemas de multicolinearidade.

Variáveis	EndT	Rend	Dim	Cresc	Idade	Ativo	Risco	OBF
EndT	1,00000							
Rend	-0,25770	1,00000						
Dim	-0,05310	-0,01710	1,00000					
Cresc	0,14160	0,15640	0,05440	1,00000				
Idade	-0,20790	-0,10340	0,13180	-0,14980	1,00000			
Ativo	0,21750	-0,15550	0,04770	-0,03040	-0,03890	1,00000		
Risco	0,02140	-0,06940	0,02350	-0,08090	0,02120	-0,01060	1,00000	
OBF	0,03540	-0,06290	-0,02300	-0,02660	0,01190	0,13920	-0,02160	1,00000

Tabela 10: Matriz de correlações - empresas exportadoras

Variáveis	EndT	Rend	Dim	Cresc	Idade	Ativo	Risco	OBF
EndT	1,00000							
Rend	-0,16660	1,00000						
Dim	0,23190	-0,11000	1,00000					
Cresc	0,09720	0,15400	-0,05000	1,00000				
Idade	-0,13100	-0,14100	0,37600	-0,18200	1,00000			
Ativo	0,10000	-0,16600	0,10800	-0,04700	0,08600	1,00000		
Risco	0,00320	0,01500	-0,03700	-0,00200	-0,01550	0,01340	1,00000	
OBF	0,01190	0,05140	0,03290	-0,01950	-0,00620	0,12620	-0,02200	1,00000

Tabela 11: Matriz de correlações - empresas não exportadoras

Nunca apresentando valores superiores a 50% para ambos os grupos de empresas, concluímos que se não se levantam problemas de colinearidade.

4.2. Modelos de regressão

Considerando a organização de dados em painel, testámos dois métodos para construção dos modelos de regressão: o método dos efeitos fixos (FE) e o método dos efeitos aleatórios (RE). Utilizámos o teste de Hausman para identificar o método mais adequado. O teste de Hausman postula na hipótese nula que o modelo preferido é o método RE, contra a hipótese alternativa de que o método FE é o adequado para estimar os coeficientes de regressão. A hipótese nula foi rejeitada em ambos os grupos de empresas, pelo que apresentamos os resultados relativos ao método FE.

Os resultados dos modelos de regressão obtidos para cada um dos grupos de empresas estão apresentados na tabela 12. Vamos analisar os resultados ao nível de significância de 5%. Na tabela 12 são ainda apresentados os resultados do teste F. Dado que esta estatística é significativa em ambos os modelos, rejeitamos a hipótese nula. Deste modo, existem em ambos os modelos, coeficientes de fatores que são significativamente diferentes de zero.

Variável	Sinal esperado	Empresas exportadoras			Empresas não exportadoras		
		Coefficiente	Desv.pad	Pvalue	Coefficiente	Desv.pad	Pvalue
Constante		0,07790	0,10820	0,47100	-0,35250	0,14200	0,01300
Rend	-	-0,47470	0,03380	0,00000	-0,40880	0,05230	0,00000
Dim	+	0,07240	0,12780	0,00000	0,12980	0,02200	0,00000
Cresc	+	0,06870	0,00840	0,00000	0,01060	0,01010	0,29200
Idade	-	-0,07790	0,01940	0,00000	-0,07080	0,03590	0,04800
Ativo	+	0,01160	0,02720	0,67100	0,06350	0,05920	0,28400
Risco	-	0,00240	0,00220	0,26900	-0,00130	0,00320	0,69000
OBF	-	-0,00260	0,00190	0,15900	-0,00340	0,00260	0,20800
R ²		0,12890			0,13500		
Teste F				0,00000			0,00000
N.º de Observações		2 071			1 612		

Tabela 12: Resultados dos modelos de regressão

As variáveis Rendibilidade, Dimensão, Crescimento e Idade são fatores determinantes da estrutura de capitais das empresas exportadoras (tabela 12). Analisando o grupo das empresas não exportadoras, verificamos que as variáveis com maior relevância no Endividamento Total são a Rendibilidade, a Dimensão e a Idade (tabela 12).

Os resultados obtidos relativamente à variável Rendibilidade evidenciam uma relação negativa com o Endividamento Total para ambos os grupos de empresas, sinal que esperávamos. Assim, quanto maior for a Rendibilidade, menor será o Endividamento Total da empresa. Por cada unidade de rendibilidade adicional, o endividamento diminui 0,47470 no caso das empresas exportadoras e 0,40880 unidades, no caso das empresas não exportadoras. Este comportamento era esperado, na medida em que empresas com maior rendibilidade têm maior capacidade de acumulação de fundos próprios, diminuindo assim a sua necessidade de financiamento. Os valores obtidos por este fator são estatisticamente significativos em ambos os grupos analisados (tabela 12).

A variável Dimensão, em ambos os grupos de empresas, apresenta uma relação positiva com o endividamento, indo ao encontro ao sinal que esperávamos. Os valores obtidos são estatisticamente significativos em ambos os casos. Os resultados obtidos para esta variável evidenciam um aumento do Endividamento Total das empresas à medida que a sua dimensão aumenta. No caso das empresas exportadoras, o aumento do Endividamento Total corresponde a 7,24% do aumento da dimensão da empresa, enquanto que nas empresas não exportadoras esse valor é de 12,98%. Em ambos os grupos, este é o fator que mais influência positiva exerce no nível de Endividamento Total das empresas (tabela 12).

Segundo os resultados obtidos, verificamos que a variável Crescimento relaciona-se positivamente com o Endividamento Total em ambos os grupos de empresas (tabela 12), indo de encontro às nossas expectativas. Contudo, esta relação apenas é estatisticamente significativa no caso das empresas exportadoras. Este fator pode ser interpretado como uma forma de identificar a opção das empresas para financiarem o seu crescimento. Segundo Gama (2000), as empresas mais jovens tendem a financiar o seu crescimento através do recurso ao financiamento externo, enquanto que as empresas com mais anos de atividade recorrem mais a fundos próprios.

O coeficiente da variável Idade apresenta em ambos os grupos de empresas um valor de sinal negativo (tabela 12). Este comportamento está de acordo com o esperado. Decorre dos resultados obtidos que o aumento da idade da empresa permite reforçar a sua capacidade de autofinanciamento, contribuindo para que esta recorra menos ao endividamento. Em ambos os grupos de empresas, os resultados são estatisticamente significativos.

A variável Composição do Ativo tem coeficiente positivo em ambos os modelos construídos (tabela 12), indo deste modo ao encontro das nossas expectativas. Contudo, não podemos considerar este fator como estatisticamente

significativo na explicação do Endividamento Total em ambos os grupos de empresas. Podemos sim considerar, que apesar do crescimento proporcional do ativo fixo poder facilitar o acesso ao endividamento, pela maior disponibilidade de garantias, tem também o efeito de aumento das amortizações, acrescentando a disponibilidade financeira da empresa, na medida em que aumenta os custos, desincentivando por esta via o aumento do endividamento, tal como refere Gama (2000).

Os valores obtidos para o coeficiente da variável Risco de Negócio não apresentam a mesma tendência em ambos os grupos de empresas (tabela 12). No caso das empresas exportadoras, este valor tem uma contribuição positiva para o Endividamento Total, apresentando deste modo sinal inverso ao esperado. Nas empresas não exportadoras o comportamento é o contrário, estando portando de acordo com as nossas expectativas. Contudo, os resultados não são estatisticamente significativos para ambos os grupos de empresas (tabela 12).

A variável OBF contribui negativamente para o Endividamento Total em ambos os grupos analisados (tabela 12). Este comportamento está de acordo com o esperado, assinalando um menor recurso ao endividamento quando o seu benefício marginal é reduzido. Contudo, os resultados obtidos não são estatisticamente significativos para os dois grupos de empresas, pelo que não é possível aceitar a hipótese de o coeficiente da variável OBF ser diferente de zero no modelo de regressão.

Capítulo 5

Conclusão

Embora sejam muitos os estudos sobre a estrutura de capitais realizados desde o trabalho publicado por Modigliani & Miller (1958), está longe a unanimidade sobre aquela que será a estrutura ótima de capitais. No entanto, é grande o consenso de que as decisões de financiamento são determinantes do sucesso das organizações.

A análise estatística descritiva que efetuamos permitiu-nos concluir que as empresas exportadoras apresentam uma média de Endividamento Total de 51,04%. As empresas não exportadoras, com valores muito semelhantes, evidenciam um Endividamento Total médio de 50,59%.

Da análise dos resultados, concluímos que as variáveis Rendibilidade, Dimensão e Idade são determinantes da estrutura de capitais das médias empresas industriais transformadoras portuguesas (exportadoras e não exportadoras). A variável Crescimento é apenas determinante da estrutura de capitais das empresas exportadoras.

As variáveis Composição do Ativo, Risco de Negócio e Outros Benefícios Fiscais para além da dívida apresentaram resultados estatisticamente não significativos para ambos os grupos de empresas. A variável Crescimento, para as empresas não exportadoras, apresentou igualmente resultados estatisticamente não significativos, não tendo portanto impacto na explicação da estrutura de capitais para este grupo de empresas.

Para terminar, pela importância crescente das exportações no desempenho das PME portuguesas e na sua própria sobrevivência, consideramos que seria interessante, em investigações futuras, confrontar no universo total das PME portuguesas, as empresas exportadoras com as não exportadoras. Seria

igualmente interessante, comparar, no universo da totalidade das PME portuguesas exportadoras, os resultados obtidos antes e depois do início da atividade de exportação.

Bibliografia

Augusto, M. 2006. *Politica de Dividendos e Estrutura de Capitais – Resposta e Dúvidas do Estado da Arte*. Coimbra: Imprensa da Universidade de Coimbra.

Babo, M. 2009. *A Estrutura de Capitais das Empresas Portuguesas: Um Estudo Empírico*. Porto: Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, Faculdade de Economia e Gestão.

Bougatef, K. & Chichti, J. 2010. Equity Market Timing and Capital Structure: Evidence from Tunisia and France. *International Journal of Business and Management*, 5 (10), 167-177.

Bradley, M., Jarrel, G. & Kim, E. 1984. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 39, 857-878.

Jornal Oficial da União Europeia. 2003. Recomendação da Comissão de 6 de Maio de 2003 relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas. Maio 20: 36-41. <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:124:0036:0041:pt:PDF>.

Correa, C. 2006. *A Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: Análise Empírica Usando Panel Data*. São Paulo: Dissertação de Mestrado, Universidade Presbiteriana Mackenzie.

- Daskalakis, N. & Psillaki, M. 2005. *The Determinants of Capital Structure of the SMEs: Evidence from the Greek and the French firms*. http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/psillaki_strasbg05.pdf.
- Dúran, J. & Úbeda, F. 2005. *The Capital Structure of the Spanish Multinationals Firms. A Pecking Order Strategy*. <http://www.ucm.es/info/jmas/finemp/duran/duran03.pdf>.
- Fama, E. & French, H. 2002. Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, 15 (1), 1-33.
- Frank, M. & Goyal, V. 2003. Testing The Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.
- Frank, M. & Goyal, V. 2007. *Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?*. <http://ssrn.com/abstract=567650>
- Gama, A. 2000. *Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas*. Covilhã: Dissertação de Mestrado, Universidade da Beira Interior.
- Grinblatt, M. & Titman, S. 2001. *Financial Markets and Corporate Strategy* (2^a ed.) Irwin: McGrawHill.

Harris, M. & Raviv, A. 1991. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 46, 297-355.

Instituto Nacional de Estatística. 2007. *Classificação Portuguesa das Actividades Económicas Rev.3*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística, I. P.

Instituto Nacional de Estatística. 2012. *Empresas em Portugal 2012*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística, I.P.

Jensen, M. & Meckling, W. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-370.

Jorge, S. 1997. *Determinantes da estrutura de capitais: um caso português*. Braga: Dissertação de Mestrado, Universidade do Minho.

Junior, F. 2012. *A estrutura do capital das PME's e das grandes empresas: Uma análise comparativa*. Coimbra: Dissertação de Mestrado, Universidade de Coimbra.

Mira, F. & Gracia, J. 2003. Pecking order versus trade-off: an empirical approach to the small and medium enterprise capital structure. *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A*, V-2871-2003.

- Modigliani, F. & Miller, M. 1958. The cost of capital, corporation finance, and theory of investment. *American Economic Review*, 48: 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53 (3), 433-443.
- Myers, S. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575-592.
<http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/2078/SWP-1548-15376697.pdf?sequence=1>.
- Myers, S. 2001. Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15: 81-102.
- Myers, S. & Majluf, N. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have. *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- Norton, E. 1990. Similarities and Differences in Small and Large Corporation Beliefs about Capital Structure Policy. *Small Business Economics*, 2: 229-245.
- Novo, A. 2009. *Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas: Evidência no Mercado Português*. Aveiro: Dissertação de Mestrado, Universidade de Aveiro, Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial;

- Rajan, R. & Zingales L. 1995. What do we know about Capital Structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50: 1421-1460.
- Ramadan, A. 2009. *Determinants of Capital Structure and the Firm's Financial Performance: An Application on the UK Capital Market*. Surrey: Dissertação de Doutorado, Universidade de Surrey.
- Ramalho, J. & Silva, J. 2009. A Two-Part Fractional Regression Model For The Financial Leverage Decisions of Micro, Small, Medium and Large Firms. *Quantitative Finance*. 9 (5), 621-636.
- Serrasqueiro, Z. & Nunes P. 2008. Determinants of Capital Structure: Comparison of Empirical Evidence from the use of Different Estimators. *International Journal of Applied Economics*, 5 (1), 14-29.
- Song, H. 2005. Capital Structure Determinants An Empirical Study of Swedish Companies. *Centre of Excellence for Science and Innovation Studies*. <http://papers.cesis.se/CESISWP25>.
- Titman, S. & Wessels, R. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, 43: 1-19.
- Vieira, E. & Novo, A. 2010. A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. *Revista Estudos do ISCA*, 2: 1-9.

Vilabella, L. & Silvosa, A. 1997. Un Modelo de Síntesis de los Factores que Determinan la Estructura de Capital óptima de las PYMES. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 6 (1), 107-124.

Vos, E. & Shen, Y. 2007. The Happy Story Told by Small Business Capital Structure. *20th Australasian Finance and Banking Conference*.

Anexos

Secção	Divisão	Designação
C	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
	17	Fabricação de pasta, de papel, cartão e seus artigos
	18	Impressão e reprodução de suportes gravados
	19	Fabricação de coque, de produtos petrolíferos refinados e de aglomerados de combustíveis
	20	Fabricação de produtos químicos e de fibras sintéticas ou artificiais, exceto produtos farmacêuticos
	21	Fabricação de produtos farmacêuticos de base e de preparações farmacêuticas
	22	Fabricação de artigos de borracha e de matérias plásticas
	23	Fabricação de outros produtos minerais não metálicos
	24	Indústrias metalúrgicas de base
	25	Fabricação de produtos metálicos, exceto máquinas e equipamentos
	26	Fabricação de equipamentos informáticos, equipamento para comunicações e produtos eletrónicos e óticos
	27	Fabricação de equipamento elétrico
	28	Fabricação de máquinas e de equipamentos, n.e.
	29	Fabricação de veículos automóveis, reboques, semi-reboques e componentes para veículos automóveis
	30	Fabricação de outro equipamento de transporte
	31	Fabricação de mobiliário e de colchões
	32	Outras indústrias transformadoras
	33	Reparação, manutenção e instalação de máquinas e equipamentos

Anexo 1: Enquadramento da indústria transformadora portuguesa na CAE

Fonte: INE (2007)