

**Análise de estrutura de
financiamento e de capitais de uma
amostra de empresas industriais**

Pedro Manuel Nogueira Granado

Trabalho de Projeto

Mestrado Em Gestão

Orientação: Prof. Dr. Luís Pacheco

Data:29/06/2021



UNIVERSIDADE PORTUCALENSE

Do conhecimento à prática.

Pedro Manuel Nogueira Granado

*Análise da estrutura de financiamento e de capitais de uma
amostra de empresas industriais portuguesas*

Trabalho de Projeto
Mestrado em Gestão

Trabalho realizado sob a orientação do Prof. Dr. Luís Pacheco

Junho de 2021

Cofinanciado por:



UNIÃO EUROPEIA
Fundo Europeu
de Desenvolvimento Regional



Resumo

A Indústria Têxtil e Vestuário (ITV) portuguesa é um dos setores mais importantes da economia nacional, sendo responsável por cerca de 138 mil trabalhadores diretos, um volume de negócios de 7,6 mil milhões de euros e cerca de 10% das exportações nacionais. É igualmente um dos poucos setores de atividade com um saldo positivo na balança comercial de bens e encontra-se, na sua maioria, localizado na região norte de Portugal.

Este trabalho de projeto analisa os determinantes da estrutura de capital nas empresas do setor têxtil e do vestuário em Portugal. O objetivo é o de obter evidência empírica sobre o papel dos fatores específicos da empresa na decisão da estrutura de capital.

O estudo foi desenvolvido através de uma análise empírica da relação entre um conjunto de oito variáveis das características das empresas, escolhidas a partir da revisão de literatura, e três indicadores de endividamento selecionados (endividamento total, endividamento de médio e longo prazo e endividamento de curto prazo).

A metodologia utilizada consiste na estimação de um modelo de regressão linear múltipla com recurso ao método dos mínimos quadrados (OLS) durante o período 2015-2019, utilizando dados anuais de 449 empresas retirados da plataforma SABI, de modo a analisar os impactos manifestados e o seu valor explicativo. O estudo apresenta evidências do maior poder explicativo para o endividamento a curto prazo. Apesar disto, apenas as hipóteses testadas para as variáveis “oportunidades de crescimento” e “dimensão” foram validadas, tal como sugerido na teoria, respetivamente, nas suas relações com o endividamento a curto e a médio/longo prazo.

Os resultados indicam que as teorias financeiras sobre a estrutura de capital, por si só, não fornecem uma explicação sobre como as empresas analisadas estão financiadas neste setor específico. Por fim o estudo evidencia que as empresas do setor têxtil e do vestuário tendem a depender excessivamente da dívida de curto prazo.

Uma limitação encontrada neste trabalho foi o facto de restringir o foco a apenas dois setores empresariais e para um número limitado de empresas. Adicionalmente, a metodologia econométrica empregue também poderia ser mais desenvolvida.

Palavras chave: endividamento, estrutura de capital, setor têxtil e setor de vestuário

Abstract

The Portuguese Textile and Clothing Industry (ITV) is one of the most important sectors of the national economy, being responsible for around 138,000 direct workers, a turnover of 7.6 billion euros and around 10% of national exports. It is also one of the few sectors of activity with a positive balance in the balance of trade in goods and is mostly located in the northern region of Portugal.

This project work analyzes the determinants of capital structure in textile and clothing companies in Portugal. The objective is to obtain empirical evidence on the role of company-specific factors in the decision of the capital structure.

The study was developed through an empirical analysis of the relationship between a set of eight variables of company characteristics, chosen from the literature review, and three selected indebtedness indicators (total indebtedness, medium and long-term indebtedness and short indebtedness deadline).

The methodology used consists of estimating a multiple linear regression model using the least squares method (OLS) during the period 2015-2019, using annual data from 449 companies taken from the SABI platform, in order to analyze the manifested impacts and the its explanatory value. The study presents evidence of greater explanatory power for short-term indebtedness. Despite this, only the tested hypotheses for the variables “growth opportunities” and “size” were validated, as suggested in the theory, respectively, in their relationships with short and medium/long-term indebtedness.

The results indicate that the financial theories about the capital structure, by itself, do not provide an explanation about how the analyzed companies are financed in this specific sector. Finally, the study shows that companies in the textile and clothing sector tend to rely excessively on short-term debt.

A limitation found in this work was the fact that it restricts the focus to only two business sectors and to a limited number of companies. Additionally, the econometric methodology employed could also be further developed.

Keywords: indebtedness, capital structure, textile sector and clothing sector

Agradecimentos

Primariamente, quero agradecer aos meus pais por toda a ajuda e encorajamento para poder concluir mais uma etapa da minha vida académica.

De seguida, ao meu orientador Dr. Luís Pacheco, pela paciência e pela atenção que me foi dada ao longo deste ano académico.

Por fim, à minha namorada pela dedicação e pelo apoio que me deu para que concluísse este trabalho de projeto.

Índice

Resumo.....	i
<i>Abstract</i>	ii
Agradecimentos	iii
Índice.....	iv
Índice de Gráficos	vii
Lista de Siglas e Abreviaturas	viii
1. Introdução.....	1
1.1 Objetivo/metodologia.....	1
1.2 Estrutura do trabalho	2
2. Revisão da literatura	3
2.1 Teorias financeiras da estrutura de capital	3
2.1.1 Teoria de Modigliani e Miller.....	3
2.1.2 Teoria da agência.....	4
2.1.2.1 Custos da agência do capital próprio.....	5
2.1.2.2 Custos da agência da dívida.....	6
2.1.3 Teoria do <i>trade-off</i>	7
2.1.4 Teoria da <i>pecking order</i>	8
2.2 O sector têxtil e vestuário em Portugal	9
2.2.1 Caracterização do sector	9
2.2.2 Fontes de financiamento do sector	12
2.2.3 Estudos empíricos anteriores	18
3. Metodologia e Hipóteses	20
3.1 Metodologia	20
3.2 Hipóteses	21
4. Amostra	24

5. Resultados e discussão	27
6. Conclusão	31
Referências bibliográficas.....	34

Índice de Tabelas

Tabela 1: Principais clientes em milhões de euros.....	10
Tabela 2: Principais fornecedores em milhões de euros	11
Tabela 3: Variáveis - Fórmula de cálculo e respetivo acrónimo	20
Tabela 4: Média das variáveis	24
Tabela 5: Correlação entre as variáveis.....	26
Tabela 6: Resultados da estimação por OLS (n = 2245).....	27
Tabela 7: Síntese de resultados	29

Índice de Gráficos

Gráfico 1- Fontes de financiamento (CAE 13).....	13
Gráfico 2- Fontes de financiamento (CAE 14).....	13
Gráfico 3- Composição dos financiamentos obtidos (CAE 13)	14
Gráfico 4- Composição dos financiamentos obtidos (CAE 14)	14
Gráfico 5- Estrutura do ativo (CAE 13).....	15
Gráfico 6- Estrutura do ativo (CAE 14).....	16
Gráfico 7- Fontes de financiamento - Balanço (CAE 13).....	17
Gráfico 8- Fontes de financiamento- Balanço (CAE 14).....	17

Lista de Siglas e Abreviaturas

ATP	Associação Têxtil e Vestuário de Portugal
CAE	Classificação das Atividades Económicas
DEPR	Depreciações
DIM	Dimensão da empresa (volume de negócios)
DIM_EMP	Dimensão da empresa (recursos humanos em logaritmos)
DIM_VN	Dimensão da empresa (volume de negócios em logaritmos)
ENDIV	Endividamento Total
ENDIVCP	Endividamento a curto prazo
ENDIVMLP	Endividamento a médio longo prazo
EXP	Índice de exportações
ITV	Indústria Têxtil e Vestuário
LIQ	Rácio de liquidez
OC	Oportunidades de crescimento
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i> (Mínimos Quadrados Ordinários)
ROA	Rendibilidade do ativo
ROE	Rendibilidade do capital próprio
RH	Dimensão da empresa (recursos humanos)
SNC	Sistema de Normalização Contabilística
TANG	Tangibilidade dos ativos

1. Introdução

A forma como as empresas combinam a utilização do capital próprio e alheio (estrutura de capitais) de modo a alcançar os seus objetivos, tem sido um tema que tem vindo a ser debatido e discutido nos últimos anos, na área das finanças empresariais, não existindo uma conclusão definitiva e existindo resultados de investigação bastante diferentes.

Uma das considerações a ter no estudo deste tema é a de que não existe um resultado universal extraído das investigações previamente elaboradas, havendo ainda possibilidade de se estudar mais o assunto, visto que o acesso às fontes de financiamento adequadas em termos de valores, maturidades e custos, condiciona bastante o sucesso das empresas. Assim, escolheu-se este tema para investigação tendo por base a importância que a estrutura de capitais tem para as decisões estratégicas e para o funcionamento normal das empresas, de modo a alcançarem os seus objetivos.

No presente capítulo introdutório, o objetivo é identificar e contextualizar o tema subjacente ao projeto, justificá-lo e delinear o principal objetivo.

É referida a metodologia de investigação escolhida e considerada apropriada para responder às questões de investigação.

1.1 Objetivo/metodologia

O objetivo deste estudo é investigar os principais fatores que determinam a estrutura de capital das empresas do setor têxtil e vestuário em Portugal.

O trabalho tem como objetivo responder à seguinte questão de investigação: “Quais os determinantes específicos da empresa que afetam a decisão sobre a estrutura de capital nas empresas do setor têxtil e de vestuário em Portugal?”

Para responder à questão de investigação este estudo utiliza as perspetivas teóricas e empíricas de estudos anteriores.

A abordagem metodológica a utilizar inclui dados de painel provenientes de uma amostra de empresas do setor têxtil e vestuário retirados da plataforma SABI e as variáveis escolhidas integram um modelo proposto. O estudo opta por utilizar o método

dos mínimos quadrados ordinários (*Pooled OLS*) para estimar o modelo explicativo da estrutura de capital.

1.2 Estrutura do trabalho

O estudo está dividido em seis capítulos. Para além desta Introdução, o segundo capítulo inclui uma revisão da literatura teórica e empírica sobre o financiamento das empresas. Nesse mesmo capítulo é feita uma breve apresentação e caracterização do setor têxtil e vestuário em Portugal.

No Capítulo 3, é delineada a metodologia de investigação adotada para responder à questão de investigação. São também apresentadas as hipóteses propostas e justificadas com base nas teorias financeiras de estrutura de capital e em estudos anteriores.

O capítulo 4 apresenta a amostra dos dados com que se trabalhou nesta investigação apresentando estatísticas descritivas das variáveis e no capítulo 5 descrevem-se os resultados obtidos e faz-se a respetiva discussão dos mesmos.

No final, no capítulo 6 são consideradas as conclusões do estudo e são referidas as suas limitações e feitas sugestões para futuras investigações.

2. Revisão da literatura

2.1 Teorias financeiras da estrutura de capital

2.1.1 Teoria de Modigliani e Miller

Em 1958, Modigliani e Miller publicaram um artigo que rompe com o pensamento tradicional. Junior (2012) refere que a teoria de Modigliani e Miller (MM) então apresentada parte de um conjunto de premissas que sustentam a inexistência de uma estrutura do capital ótima, defendida até então pela visão tradicional, premissas essas geradas a partir de condições puramente teóricas, associadas a um mercado de capitais perfeito.

Os pressupostos do modelo anteriormente referido são:

- a) Mercados de capitais perfeitos;
- b) As empresas e os indivíduos acedem ao mercado do crédito com a mesma facilidade e à mesma taxa;
- c) Inexistência de impostos e de custos de insolvência financeira.

Segundo Jaros e Bartosova (2015), os custos totais de capital da empresa e, portanto, o valor de mercado da empresa, são independentes da estrutura de capital. Estes custos dependem apenas do retorno sobre o capital total. Este argumento pode ser redefinido de forma que a composição da estrutura de capital da empresa não tenha influência no valor da empresa, e não faz sentido considerar o volume de fontes internas e externas da mesma. A condição mais importante é que seja um ambiente livre de impostos.

Abeywardhana (2017) refere que a teoria da irrelevância da estrutura de capital de Modigliani e Miller (1958) é considerada o ponto de partida da teoria moderna da estrutura de capital. Os valores mobiliários são negociados em mercados de capitais perfeitos, todas as informações relevantes estão disponíveis para a tomada de decisão por *insiders* e *outsiders* (sem assimetria de informações), ou seja, não existem custos de transação, custos de falência e tributação. Empréstimos são possíveis para empresas e investidores individuais com a mesma taxa de juro que permite a alavancagem interna, empresas que operam em classes de risco semelhantes e têm um poder operacional semelhante, juros a pagar sobre a dívida não economizam

impostos e as empresas seguem uma política de 100% de pagamento de dividendos. Sob essas premissas, a teoria de MM provou que não existe um índice ótimo de dívida em relação ao patrimônio e a estrutura de capital é irrelevante para a riqueza dos acionistas.

2.1.2 Teoria da agência

A teoria da agência é uma teoria simples, porque reduz as grandes empresas a dois grupos de participantes - diretores e agentes - cujos interesses são claramente definidos. Depois faz-se uma suposição muito comum de que o homem é um ser egoísta intrínseco e, portanto, todo o indivíduo racional procura os seus próprios interesses (Kultys, 2016).

A teoria da agência pressupõe que os indivíduos são oportunistas, ou seja, que constantemente procuram maximizar os seus próprios interesses (Bohren, 1998). Especificamente, pressupõe-se a existência de agentes interessados em procurar maximizar a riqueza económica pessoal e, ao mesmo tempo, minimizar o esforço pessoal (Lubatkin et al., 2007). Sendo assim, os agentes podem então trabalhar para os seus diretores de forma correta e exaustiva, sem pensar apenas no seu bem-estar e interesse próprio ou então servir os seus diretores, mas de forma conflituosa para a “relação”, para si próprios e para a empresa, gerando assim conflitos de interesse.

Evans e Tourish (2017) defendem esta teoria, pois argumentam que "conflitos de interesse" não são iguais à preponderância do interesse próprio e que os agentes e diretores têm uma variedade de justificações para suas ações. A teoria sugere que mecanismos externos de gestão podem impedir os agentes de agirem oportunisticamente (Shi, Connelly & Hoskisson, 2017). Os economistas já há muito tempo usam a teoria da agência para promover uma compreensão particular da relação entre os sistemas de medição de desempenho e o fornecimento de incentivos (Fama & Jensen, 1983).

Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas contratam outra pessoa para realizar algum serviço em seu nome, o que envolve a delegação de alguma autoridade de tomada de decisão ao agente. Se ambas as partes no relacionamento são maximizadores de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal.

O principal pode limitar as divergências do seu interesse estabelecendo incentivos apropriados para o agente e incorrendo em custos de monitorização destinados a limitar as atividades egoístas do agente.

Segundo Peixoto (2017), os problemas de agência surgem quando os interesses destas partes divergem, pois as decisões tomadas pelo agente têm como objetivo maximizar a sua riqueza pessoal, e nem sempre coincidem com as do acionista, que tem como objetivo principal maximizar o capital próprio. Os custos de agência originados pelos problemas afetam o valor da empresa, por isso torna-se importante encontrar uma estrutura de capital que minimize a soma desses custos. Uma empresa que detenha um elevado nível de endividamento, incorre em elevados custos de agência relacionados com a dívida, o que afeta negativamente o seu valor.

Jensen e Meckling (1976) identificaram dois tipos de custos de agência que afetam de forma negativa o valor da empresa:

- Custos de Agência do Capital Próprio;
- Custos de Agência da Dívida.

2.1.2.1 Custos da agência do capital próprio

Jensen e Meckling (1976) começam por analisar situações onde apenas existe um único proprietário, e onde irá ocorrer posteriormente abertura do capital a investidores externos partindo do princípio que ele procure maximizar a utilidade da empresa, negligenciando por vezes a retribuição que daí advém.

Porém, há uma mudança significativa mal se procede à abertura do capital a investidores externos uma vez que estes irão partilhar os lucros, mas as suas responsabilidades são limitadas na proporção das suas participações.

Vendo uma descida dos lucros o empresário procura outras formas de aumentar a sua riqueza pessoal, assim como o seu bem-estar, através, nomeadamente, do aumento salarial, bem como recorrendo a um conjunto de mordomias não pecuniárias (como viatura da empresa, realização de viagens, material de trabalho, entre outras regalias). À medida que a participação do proprietário diminui, maior é a tendência para este tipo de comportamento, e desta forma, intensificam-se os conflitos de interesses entre as partes.

Segundo Semedo (2015), os problemas de agência aparecem quando o agente estabelece como prioridade a realização dos seus próprios interesses, antes de cumprir os compromissos estabelecidos com o principal. Essa situação fará com que o principal atue de modo a que o agente não negligencie os seus interesses. Por sua vez, o agente atuará de modo a assegurar ao principal que atua em prol dos interesses do principal. As medidas tomadas pelos dois intervenientes farão a empresa incorrer em custos, sendo esses apelidados como custos de agência dos capitais próprios.

Novo (2009) refere que esses custos são o resultado do somatório dos seguintes custos:

- a) Custos de criação de contratos entre o principal e o agente;
- b) Gastos nos procedimentos de vigilância das atividades do agente pelo principal;
- c) Gastos realizados pelo agente para justificar que a sua atuação não prejudica o principal;
- d) Perdas residuais, que resultam na diminuição da riqueza do principal ocorridas pelas divergências entre as decisões tomadas pelo agente e as que maximizariam a riqueza do principal.

2.1.2.2 Custos da agência da dívida

Segundo Zinga (2015), encontrando-se a propriedade e a gestão da empresa na mão de um único indivíduo (empreendedor), este abster-se-á de quaisquer regalias e custos que possam reduzir os lucros e o valor da empresa. No entanto, se este proprietário-gestor abrir o capital da empresa a terceiros com o objetivo de financiar novos projetos de investimento, poderá reduzir os riscos sistémicos, mas, em contrapartida, terá que partilhar proporcionalmente os lucros gerados. Neste contexto, o proprietário-gestor será tentado a não abdicar de certas regalias, destinadas a compensá-lo pelos esforços adicionais e riscos de gestão a que está exposto (Jensen & Meckling, 1976). Por outras palavras, irá prosseguir os seus próprios interesses em detrimento da maximização do valor da empresa.

Peixoto (2017, p. 16) refere que os autores Hillier, Grinblatt e Titman (2011) identificaram três tipos de decisões tomadas pelos acionistas que aumentam esses custos:

- Subinvestimento “...os acionistas podem decidir não investir em projetos de investimento com valor atual líquido positivo caso o nível de endividamento seja elevado, pois implicaria que a maior parte dos benefícios resultantes do projeto fossem captados pelos credores.”;

- Decisões de substituição de ativos “...ocorre quando os acionistas tendem a assumir projetos de elevado risco e taxas de juros superiores, mesmo que apresentem um valor atual líquido negativo.”;
- Decisões de miopia “...os acionistas tendem a preferir projetos de investimento que geram resultados num horizonte temporal mais curto em detrimento de projetos de investimento mais rentáveis, mas cujo horizonte temporal é mais alargado...”.

2.1.3 Teoria do *trade-off*

De acordo com Vieira (2018), a teoria do *trade-off* desenvolvida por Kraus e Litzenberger (1973), defende que as empresas escolhem como estrutura ótima de capital aquela que maximiza o seu valor, baseando-se no *trade-off* entre os benefícios e os custos provenientes do financiamento através de dívida em relação ao capital próprio.

Os benefícios que provêm do financiamento através da dívida são: as vantagens fiscais, o papel disciplinador da dívida e o facto da dívida sofrer menos com os custos informativos do que o capital próprio.

Myers (1984) afirma que esta teoria defende que as empresas devem procurar uma estrutura de capital ótima que maximize os benefícios e minimize os custos de endividamento.

O principal benefício da dívida em relação ao património líquido para a empresa é tributário: as despesas com juros são dedutíveis dos impostos, enquanto os fluxos de caixa do património líquido (dividendos) não são. Esse benefício aumenta com a alíquota de impostos da entidade que assume a dívida.

Já quanto aos custos, temos os custos de falência e ainda os custos de agência entre acionistas e obrigacionistas.

Segundo Abdeljawad et al. (2013), a versão dinâmica da teoria do *trade-off* explica o comportamento de ajuste do índice de alavancagem, onde os ajustes ocorrem quando o custo do desvio da meta excede o custo do ajuste em relação a essa meta (Fischer, Heinkel & Zechner, 1989). Uma vantagem do recurso dinâmico é que, uma vez que o ajuste em direção à meta é uma característica da teoria do *trade-off*, ele pode ser usado para validar a teoria do *trade-off* contra outras teorias da estrutura de capital que não presumem a existência de um valor objetivo para a alavancagem, isto é, a teoria da *pecking order* (Myers e Majluf, 1984) e a teoria do *market timing* (Baker e Wurgler, 2002).

Apesar de algumas críticas, a teoria do *trade-off* continua a ser a teoria dominante da estrutura de capital das empresas, conforme ensinada nos principais livros de finanças empresariais (e.g., Ross et al., 2002; Hillier et al., 2011).

2.1.4 Teoria da *pecking order*

Chen e Chen (2011) referem que a teoria da *pecking order* pressupõe que não existe um valor objetivo para a estrutura de capital. As empresas escolhem os capitais de acordo com a seguinte ordem de preferência: finanças internas, dívida, património líquido. Myers e Majluf (1984) argumentaram a existência de assimetria de informação entre gestores (*insiders*) e investidores (*outsiders*). Eles argumentaram que os administradores têm mais informações privilegiadas do que os investidores e agem em favor dos acionistas.

Mota (2012) afirma que, segundo esta teoria, a estrutura de capital de uma empresa não se baseia no nível ótimo de endividamento que maximiza o valor da empresa, mas sim que esta resulta de decisões ótimas sucessivas, entre as fontes de financiamento de forma hierárquica, tendo como objetivo minimizar os custos provocados pela assimetria de informação.

Esta teoria defende que as empresas devem dar prioridade às fontes de financiamento com um "nível de esforço menor". Os lucros acumulados reduzem a necessidade da utilização de capitais de terceiros, pois as empresas mais lucrativas são as menos endividadas.

Definem-se as fontes de financiamento pela seguinte hierarquia:

1. Autofinanciamento: reversão de reservas de lucros;
2. Recursos de terceiros captados por meio de dívidas;
3. Recursos captados por meio de emissão de novas ações.

Portanto: o financiamento interno é usado primeiro; quando isso se esgota, a dívida é emitida; e quando não é mais sensato emitir mais dívida, o património líquido é emitido. Essa teoria sustenta que as empresas aderem a uma hierarquia de fontes de financiamento e preferem financiamento interno quando disponível, e a dívida é

preferida ao património líquido se o financiamento externo for necessário. Assim, a forma de dívida que uma empresa escolhe pode atuar como um sinal da sua necessidade de financiamento externo.

Myers e Majluf (1984) argumentam que o património líquido é um meio menos preferido de obter capital porque quando os gestores emitem novas ações, os investidores acreditam que os gestores pensam que a empresa está sobrevalorizada e os gestores estão a aproveitar-se dessa vantagem. Como resultado, os investidores darão um valor menor à nova emissão de ações.

Esta teoria sugere uma relação negativa entre o endividamento e a rendibilidade onde o capital próprio é emitido apenas como último recurso, quando a capacidade de endividamento está totalmente esgotada.

2.2 O sector têxtil e vestuário em Portugal

2.2.1 Caracterização do sector

Segundo a ATP - Associação Têxtil e Vestuário de Portugal¹, em 2019, a Indústria Têxtil e Vestuário (ITV) portuguesa é constituída por cerca de 6 mil sociedades e 5.900 empresas individuais, as quais empregam, no total, cerca de 138 mil trabalhadores diretos, produzem 7,5 mil milhões de euros e geram um volume de negócios de 7,6 mil milhões de euros, dos quais 5,3 mil milhões de euros são fruto da atividade exportadora. É um dos setores mais importantes da economia nacional, representando cerca de 10% das exportações nacionais, 19% do emprego e 8% do volume de negócios da indústria transformadora. É também um dos poucos setores de atividade com um saldo positivo na balança comercial de bens registando, frequentemente, um saldo superior a mil milhões de euros.

A Indústria Têxtil e Vestuário portuguesa está maioritariamente localizada na região norte de Portugal, com 87% do volume de negócios do setor e 85% do emprego, seguida da Região Centro (11% do volume de negócios e 12% do emprego).

¹ <https://atp.pt/pt-pt/>

Analisando os dados da ATP concluímos que os principais países para onde mais se exporta são: Espanha, França, Alemanha, Reino Unido, EUA e Itália. Comparando o ano de 2019 com 2020, houve um decréscimo bastante significativo no principal cliente (Espanha) e Itália e ligeiro no Reino Unido e EUA. A razão principal para esta descida abrupta das exportações deveu-se à pandemia da Covid-19 que começou em 2020. Ainda assim, Espanha é sem dúvida a grande “potência” de exportação de Portugal neste sector, pois exporta-se quase o triplo em relação ao segundo maior cliente que é a França, tal como podemos observar na tabela 1.

Tabela 1: Principais clientes em milhões de euros

	2019	2020	Evolução
Espanha	1.598	1.205	-24,6%
França	671	704	5,0%
Alemanha	436	441	1,1%
Reino Unido	392	373	-4,9%
EUA	340	333	-1,9%
Itália	325	281	-13,4%

Fonte: ATP - Associação Têxtil e Vestuário de Portugal.

Nota: Elaboração própria com base nos dados da ATP.

Relativamente às importações, os principais países fornecedores são: Espanha, China, Itália, Alemanha, França e Índia. Comparando o ano de 2019 com o de 2020 vemos que a evolução anual é claramente justificada pelo momento pandémico que se viveu nesse ano. Todos os países, com exceção da China, tiveram um decréscimo elevado em 2020 comparado com 2019. Todos esses países demoraram mais a lidar com a pandemia fechando fronteiras e indústrias ao contrário da China que foi a primeira potência a controlá-la. Devido a isto, este país oriental foi o único país em que a sua economia cresceu.

A Espanha, para além de ser o maior cliente, é também o maior fornecedor deste sector em Portugal por uma diferença de mais que o dobro para o segundo maior fornecedor que é a China, como podemos observar na tabela 2.

Tabela 2: Principais fornecedores em milhões de euros

	2019	2020	Evolução
Espanha	1.594	1.216	-23,7%
China	354	496	40,2%
Itália	529	417	-21,3%
Alemanha	322	264	-18,2%
França	272	236	-13,2%
Índia	232	209	-9,7%

Fonte: ATP - Associação Têxtil e Vestuário de Portugal.

Nota: Elaboração própria com base nos dados da ATP.

Segundo a sinopse “Indústria Têxtil e Vestuário” publicada pela Direção-Geral das Atividades Económicas (2019), a indústria têxtil e vestuário abrange atividades diversas, desde a transformação de fibras naturais ou sintéticas, em fios e tecidos, até à produção de uma ampla variedade de produtos, como fios sintéticos de alta tecnologia, roupas de cama, filtros industriais e vestuário. Sintetizando, a indústria engloba:

→ Dois tipos de fibras têxteis:

- Fibras “naturais”, incluindo algodão, lã, seda, linho, cânhamo e juta;
- Fibras “artificiais”, incluindo as provenientes da transformação de polímeros naturais (como viscose, acetato e modal), fibras sintéticas (ou seja, fibras orgânicas à base de produtos petroquímicos como o poliéster, nylon/poliamida, acrílico e polipropileno), e fibras de materiais inorgânicos (por exemplo, vidro, metal, carbono ou cerâmica);

→ O tratamento de matérias-primas, isto é, a preparação ou produção de várias fibras têxteis e/ou o fabrico de fios (por exemplo, através de fiação):

- Produção de tecidos de malha e outros tecidos;

- Atividades de acabamento, para que os tecidos adquiram as características exigidas (inclui branqueamento, impressão, tingimento, impregnação, revestimento e plastificação);
- Transformação desses tecidos em produtos, nomeadamente: vestuário (tricotado ou tecido); tapetes e outros revestimentos têxteis; têxteis para o lar, tais como roupa de cama, mesa ou cozinha, e cortinas; têxteis técnicos ou industriais.

O setor retalhista é a parte final da cadeia de valor desta indústria, de enorme relevância ao nível do consumidor. Algumas empresas industriais, integradas verticalmente, têm as suas próprias redes de distribuição.

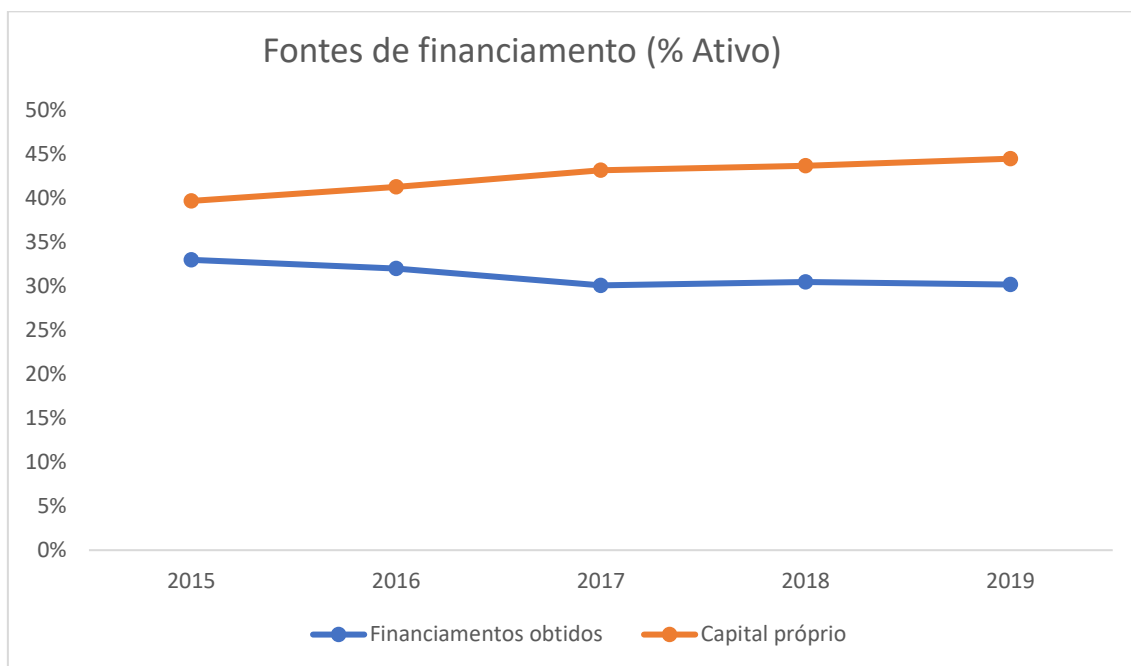
2.2.2. Fontes de financiamento do sector

Nesta subsecção apresentam-se alguns dados acerca das fontes de financiamento e composição do balanço das empresas dos sectores do têxtil e vestuário. Os dados foram obtidos nos “quadros do sector” disponibilizados no sítio do Banco de Portugal², tendo sido seleccionados os dados das empresas com a CAE 13 e CAE 14.

Em ambos os casos, as fontes de financiamento são em maior número do capital próprio e com tendência a subir ao contrário dos financiamentos obtidos externamente, os quais vão descendo ao longo dos cinco anos como se pode ver nos gráficos 1 e 2, respetivamente para a CAE 13 e CAE 14.

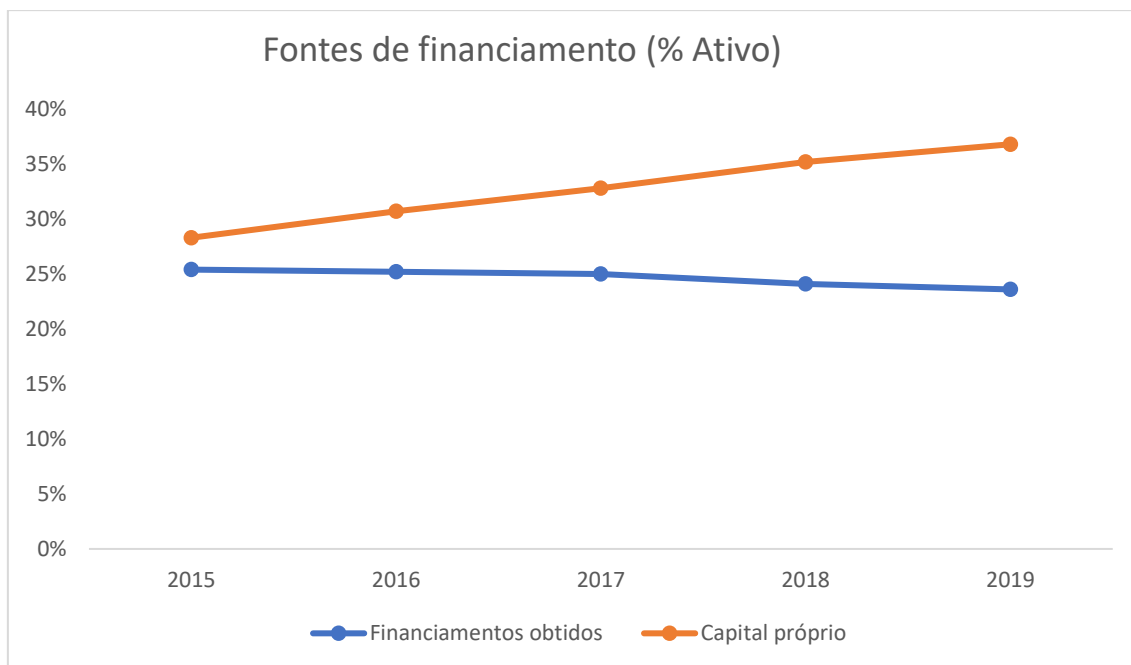
² Disponíveis em <https://www.bportugal.pt/QS/qsweb/Dashboards>.

Gráfico 1- Fontes de financiamento (CAE 13)



Fonte: Elaboração própria, com base nos “Quadros do setor” do Banco de Portugal.

Gráfico 2- Fontes de financiamento (CAE 14)

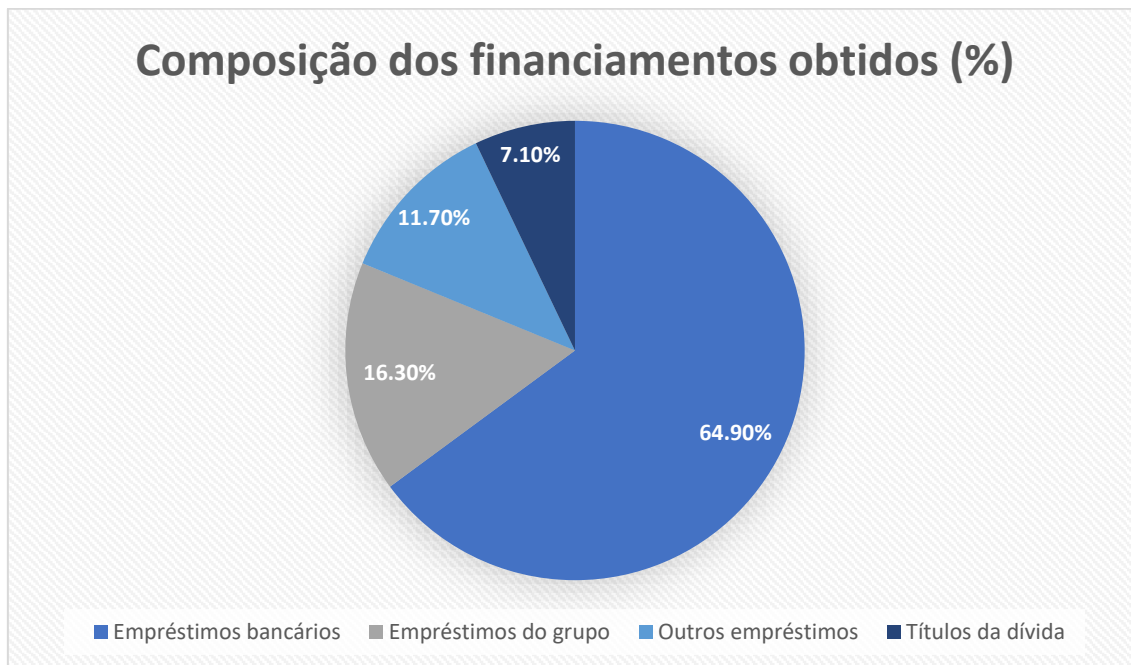


Fonte: Elaboração própria, com base nos “Quadros do setor” do Banco de Portugal.

Como podemos observar pelo gráfico 3 e gráfico 4 a composição dos financiamentos obtidos das empresas com a CAE 14 e CAE 13 são semelhantes. De realçar que a

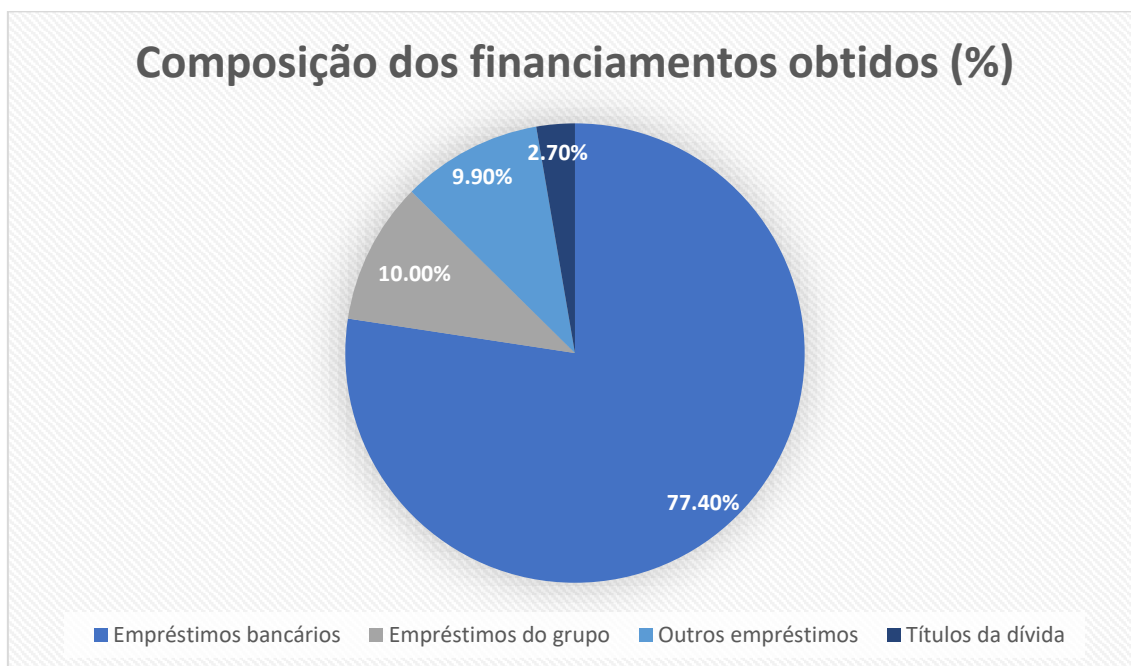
maior parte dos financiamentos são empréstimos bancários e a menor percentagem provem de títulos de dívida.

Gráfico 3- Composição dos financiamentos obtidos (CAE 13)



Fonte: Elaboração própria, com base nos “Quadros do setor” do Banco de Portugal.

Gráfico 4- Composição dos financiamentos obtidos (CAE 14)

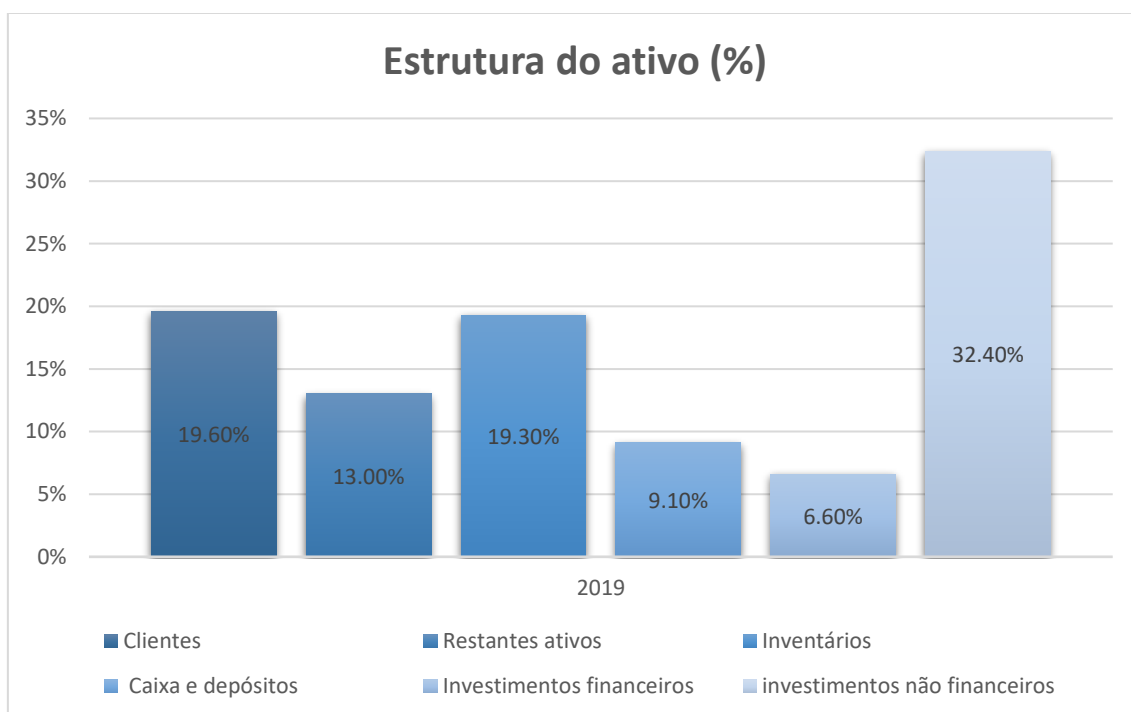


Fonte: Elaboração própria, com base nos “Quadros do setor” do Banco de Portugal.

Analisando a estrutura do ativo destas empresas podemos ver pelos gráficos 5 e 6 que a percentagem menor pertencente ao ativo são os investimentos financeiros.

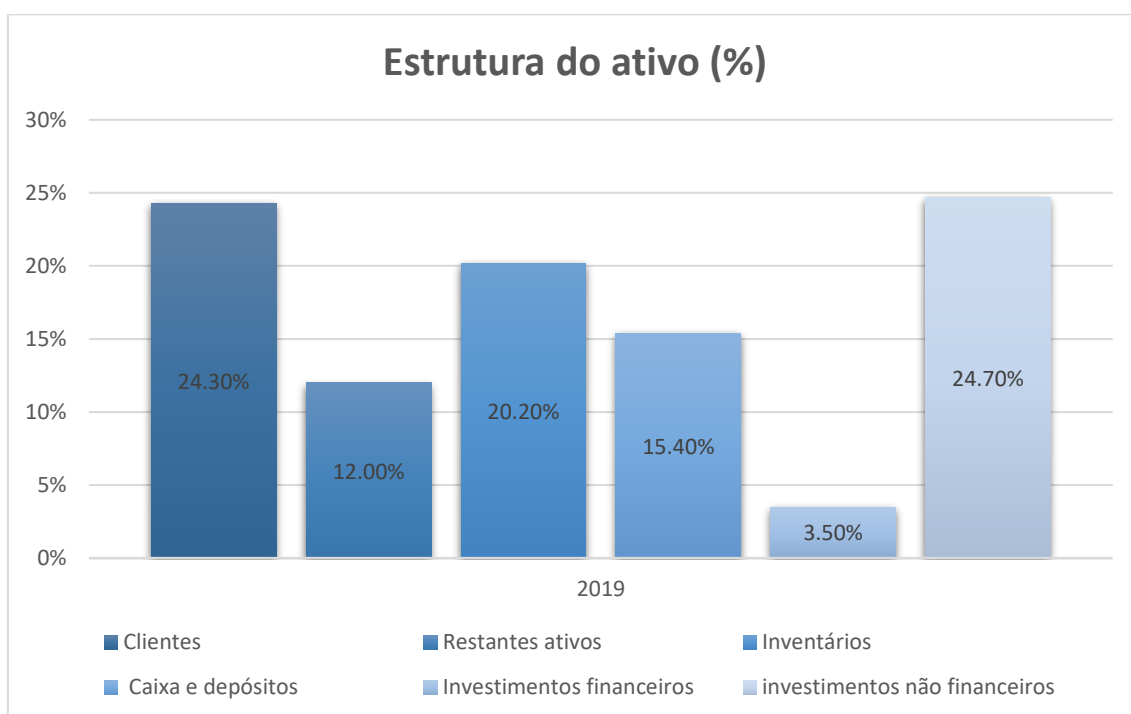
Para empresas com a CAE 13, a percentagem de investimentos não financeiros é significativamente predominante ao contrário das empresas da CAE 14 que, embora seja a que tenha maior percentagem, é bastante semelhante com os clientes e inventários estando a composição do ativo neste caso mais distribuída.

Gráfico 5- Estrutura do ativo (CAE 13)



Fonte: Elaboração própria, com base nos "Quadros do setor" do Banco de Portugal.

Gráfico 6- Estrutura do ativo (CAE 14)



Fonte: Elaboração própria, com base nos “Quadros do setor” do Banco de Portugal.

Através dos gráficos 7 e 8, para além do capital próprio e financiamentos obtidos que como podemos observar correspondem à análise de gráficos anteriores, vemos que as empresas com a CAE 14 financiam-se mais com fornecedores e restantes passivos se compararmos com as empresas com a CAE 13, havendo uma predominância maior através do capital próprio e financiamentos obtidos.

Gráfico 7- Fontes de financiamento - Balanço (CAE 13)

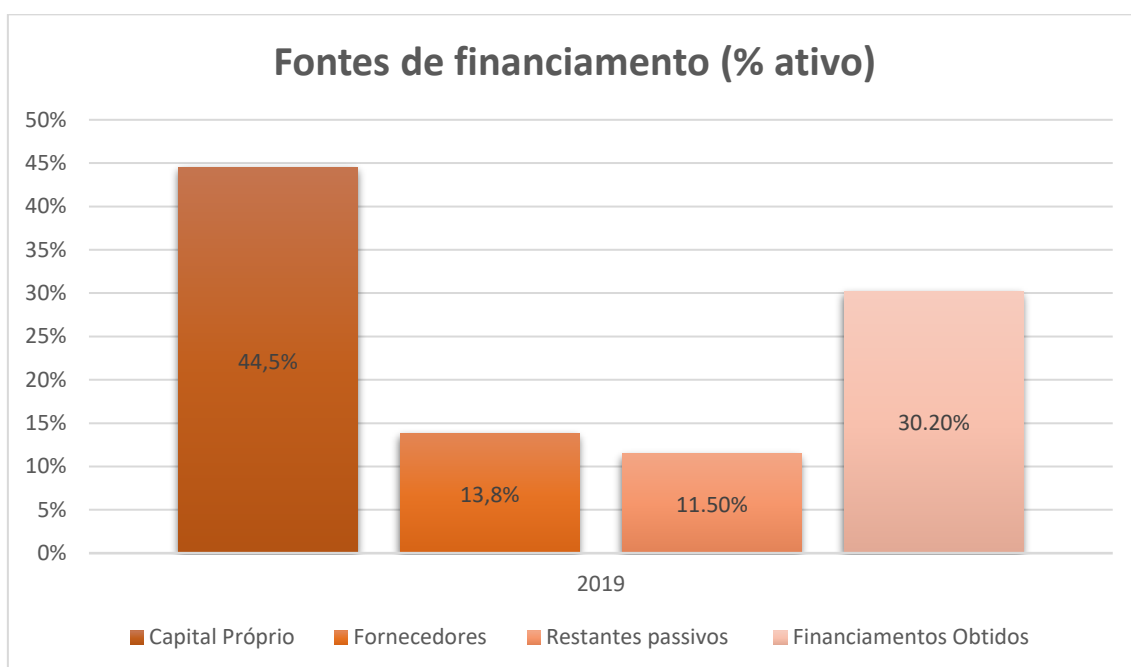
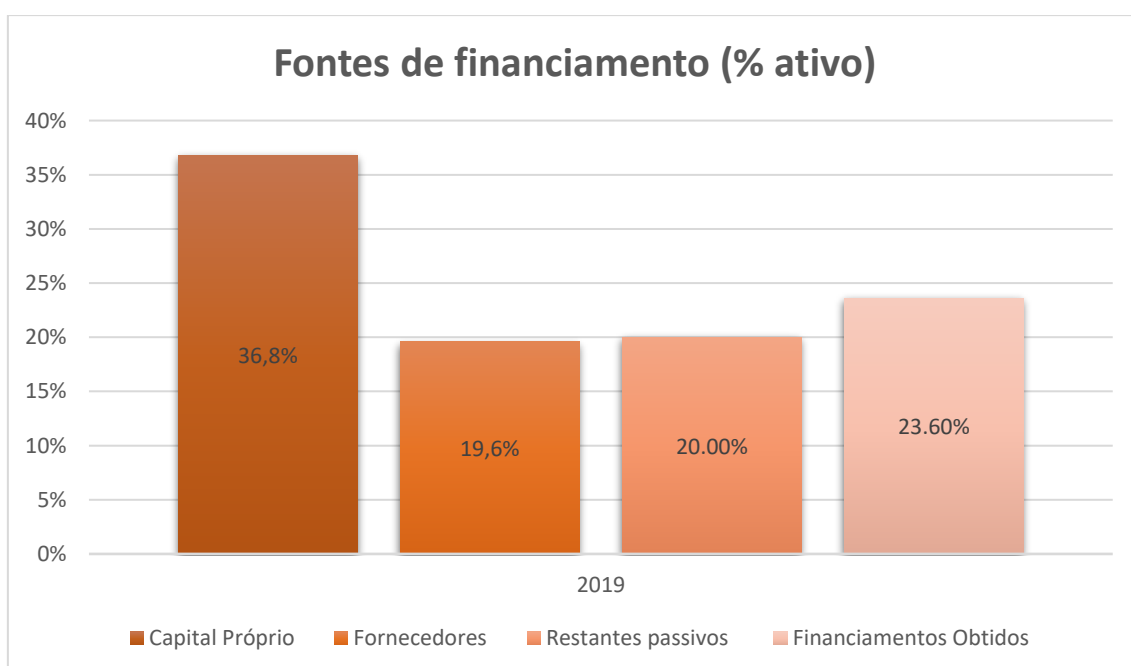


Gráfico 8- Fontes de financiamento- Balanço (CAE 14)



Posto isto, podemos concluir que se tratam de setores com uma estrutura de financiamento padrão, constituída por cerca de 36,8% e 44,5% de capitais próprios em empresas com a CAE 13 e CAE 14, respetivamente, e o restante por dívida.

O ativo destes setores é maioritariamente constituído por clientes, inventários e investimentos financeiros e a maior parte da composição dos financiamentos provem de empréstimos bancários.

2.2.3 Estudos empíricos anteriores

Foram realizados diversos estudos empíricos com o objetivo de testar as teorias da estrutura de capitais. Nesta subsecção iremos referir sinteticamente algumas conclusões de estudos académicos realizados por outros autores e focados nos setores do têxtil e vestuário.

Um estudo realizado por Rodrigues (2017), de 113 empresas entre 2011 e 2015, apresenta evidências do maior poder explicativo dos determinantes para os rácios de alavancagem baseados na dívida de longo prazo. A rendibilidade, liquidez, risco, dimensão, carga fiscal, depreciações e crescimento mostraram uma associação significativa com a decisão da estrutura de capital da empresa. As evidências para as restantes especificações não apresentam a mesma consistência. Não se observaram diferenças significativas nas estruturas de financiamento entre empresas exportadoras e empresas apenas orientadas para o mercado doméstico. Os resultados indicam que as teorias financeiras sobre a estrutura de capital, por si só, não fornecem uma explicação cabal sobre como as empresas analisadas estão financiadas no setor de vestuário. Finalmente, o estudo evidencia que as empresas da confeção do vestuário tendem a depender excessivamente da dívida de curto prazo.

Concluiu-se que os determinantes específicos das empresas afetam a decisão sobre a sua estrutura de capital no setor da confeção do vestuário em Portugal, sendo sobretudo relevantes quando se trata de explicar a dívida de longo prazo.

Um estudo realizado por Silva (2019), com uma amostra de 671 empresas entre os anos de 2013 e 2017, identificou evidências de as empresas tomarem decisões sobre a estrutura de capitais de acordo com a teoria da *pecking order*. Esta afirmação justifica-se pelo facto de as empresas mais rentáveis apresentarem um nível de endividamento reduzido, assim como as que possuem maiores oportunidades de crescimento. Isto ocorre porque as empresas seguem uma hierarquização das fontes de financiamento, elegendo o financiamento interno ao externo.

Aquele autor observou também que as duas variáveis, que se apresentam estatisticamente significativas para o modelo, rendibilidade e dimensão, apresentam-se

com relação negativa, o que indicia, uma vez mais, que as empresas em análise seguem a teoria da *pecking order*.

3. Metodologia e Hipóteses

Neste capítulo apresenta-se a abordagem metodológica a utilizar no estudo empírico e a definição de hipóteses de investigação a testar.

3.1 Metodologia

As variáveis em estudo, apresentadas na tabela 3, foram escolhidas criteriosamente indo ao encontro das variáveis utilizadas por outros autores em estudos similares.

Tabela 3: Variáveis - Fórmula de cálculo e respetivo acrónimo

Variável	Fórmula de Cálculo	Acrónimo
Endividamento	$\frac{\text{Passivo}}{\text{Ativo líquido total}}$	ENDIV
Endividamento (CP)	$\frac{\text{Passivo corrente}}{\text{Ativo líquido total}}$	ENDIVCP
Endividamento (MLP)	$\frac{\text{Passivo não corrente}}{\text{Ativo líquido total}}$	ENDIVMLP
Rendibilidade do capital próprio	$\frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Capital próprio}}$	ROE
Rendibilidade do ativo	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Ativo}}$	ROA
Tangibilidade dos ativos	$\frac{\text{Ativos fixos tangíveis}}{\text{Ativo total}}$	TANG
Dimensão da empresa	Volume de negócios	DIM
Oportunidades de crescimento	$\frac{\text{Total do ativo (N)} - \text{Total do ativo (N-1)}}{\text{Total do ativo (N-1)}}$	OC
Dimensão da empresa (recursos humanos)	Número de empregados	RH
Depreciações	$\frac{\text{Depreciações}}{\text{Ativo}}$	DEPR
Índice de exportações	$\frac{\text{Exportações}}{\text{Volume de negócios}}$	EXP
Liquidez	$\frac{\text{Ativo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$	LIQ
Ln(Dimensão_VN)	Volume de negócios	DIM_VN
Ln(Dimensão_Emp)	Recursos humanos	DIM_EMP

Fonte: Elaboração própria

Endividamento

As variáveis dependentes são definidas utilizando três variantes do endividamento:

1. Endividamento total (ENDIV);
2. Endividamento a curto prazo (ENDIVCP);
3. Endividamento a médio e longo prazo (ENDIVMLP).

3.2 Hipóteses

De acordo com aquilo que foi apresentado no capítulo 2, enunciam-se a seguir as diferentes hipóteses que irão ser testadas no nosso trabalho.

Rendibilidade (ROE/ROA)

A teoria do *trade-off* espera uma relação positiva entre a rendibilidade e o endividamento. Por outro lado, a teoria da *pecking order* argumenta que as empresas com mais lucros terão o suficiente para financiar as suas necessidades, preferindo utilizar os fundos internos antes de emitir dívida, e assim a relação é negativa.

H1: *Existe uma relação negativa significativa entre a rendibilidade da empresa e o seu endividamento.*

Tangibilidade dos Ativos (TANG)

De acordo com Rajan e Zingales (1995), a teoria do *trade-off* defende uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o endividamento.

Se uma empresa possui uma quantidade maior de ativos fixos, ela pode adquirir empréstimos em condições mais favoráveis. Os credores podem impor mais restrições e termos estritos se uma empresa tiver menos ativos tangíveis, portanto, a relação entre tangibilidade dos ativos e o endividamento é positiva.

H2: *Existe uma relação positiva significativa entre a tangibilidade da empresa e o seu endividamento.*

Dimensão da empresa (DIM)

A teoria da *pecking order* sugere uma relação negativa entre a dimensão e o endividamento, atendendo ao facto que empresas de maior dimensão apresentam uma

maior capacidade para reter resultados e dessa forma autofinanciar-se em detrimento da dívida.

Contudo, Vieira e Novo (2011) concluíram existir uma relação positiva entre a dimensão e o endividamento, suportando a hipótese de que o endividamento aumenta à medida que a empresa vai crescendo, devido à diversificação da sua carteira e redução dos custos de falência.

Sendo assim a hipótese da relação entre a dimensão e o endividamento é a seguinte:

H3: Existe uma relação positiva significativa entre a dimensão da empresa e o endividamento.

Oportunidades de Crescimento (OC)

Segundo Chen e Chen (2011), as oportunidades de crescimento podem produzir efeitos de risco moral e levar as empresas a assumir mais riscos.

Para mitigar esse problema, as oportunidades de crescimento devem ser financiadas com capital próprio em vez de dívida. Smith e Watts (1992) encontram a relação negativa prevista entre dívida e oportunidades de crescimento. Por outro lado, empresas com elevado crescimento tenderão a obter fundos externos para se adequar ao crescimento (Michaelas et al., 1999).

O crescimento provavelmente colocará uma pressão sobre os lucros retidos e levará a empresa a obter empréstimos. As empresas iriam olhar para o curto prazo e menos para o longo prazo, para as suas necessidades de financiamento. Estudos encontraram a variável crescimento positivamente relacionada com o endividamento (Michaelas et al. 1999; Bevan e Danbolt, 2002; Eriotis, 2007).

H4: Existe uma relação positiva significativa entre a oportunidades de crescimento da empresa e o seu endividamento.

Depreciações (DEPR)

Segundo Rodrigues (2017) a teoria do *trade-off* afirma que a principal hipótese são os impostos e os custos de falência. Portanto, segundo a teoria do *trade-off*, espera-se que exista uma relação negativa entre o endividamento e as depreciações.

H5: Existe uma relação negativa significativa entre as depreciações e o endividamento.

Índice de Exportações (EXP)

Pacheco (2016) constatou que a relação entre internacionalização e dívida depende do seu vencimento. No início, as empresas usam dívidas de curto prazo para financiar as exportações das vendas, uma vez que o risco adicional de internacionalização limita o acesso ao crédito. Após um determinado estágio de exportação, as empresas têm acesso facilitado a dívida de longo prazo, pois a empresa mostra a sustentabilidade da sua operação, e assim reduz a dívida de curto prazo.

Com isto, podemos dizer que existirá uma relação negativa desta variável com o endividamento numa fase inicial e possivelmente positiva numa fase mais posterior.

H6: Existe uma relação negativa entre as empresas exportadoras e o endividamento.

Rácio de Liquidez (RL)

Sehrish, Khan e Nafees (2013) referem que, de acordo com a teoria da *pecking order*, existe uma relação negativa entre a liquidez e o endividamento da empresa. As empresas com mais ativos líquidos preferem usar o financiamento interno para investimento em vez de financiamento externo. Portanto, a relação entre liquidez e o endividamento será negativa.

Sendo assim, a hipótese para esta variável será a seguinte:

H7: Existe uma relação negativa significativa entre liquidez e o endividamento.

4. Amostra

A amostra obtida para este estudo foi retirada da base de dados SABI. Esta base de dados apresenta um total de 985 empresas ativas, sediadas em Portugal, pertencentes às CAE 13 e 14. Desde total, e na medida em que se pretendia dados completos para todas as variáveis, foram selecionadas 449 empresas sediadas em Portugal, com mais de 10 empregados, que cumprem a normalização contabilística portuguesa (SNC) e para um período compreendido entre 2015 e 2019. Das 449 empresas selecionadas 286 pertencem ao CAE 14 e 163 ao CAE 13.

As estatísticas descritivas da amostra são apresentadas na tabela 4 que mostra as médias das variáveis dependentes e independentes para os 5 anos.

Tabela 4: Média das variáveis

VARIÁVEIS DEPENDENTES					
	2015	2016	2017	2018	2019
Endividamento total (ENDIV)	0,620	0,615	0,605	0,601	0,581
Endividamento de curto prazo (ENDIVCP)	0,479	0,481	0,472	0,487	0,467
Endividamento a médio e longo prazo (ENDIVMLP)	0,141	0,134	0,133	0,114	0,113
VARIÁVEIS INDEPENDENTES					
	2015	2016	2017	2018	2019
Rendibilidade do capital próprio (ROE)	0,151	0,133	0,093	0,116	0,119
Rendibilidade do ativo (ROA)	0,312	0,124	0,215	0,237	0,313
Tangibilidade dos ativos	0,224	0,225	0,226	0,215	0,219
Ln(Dimensão_VN)	3,356	3,406	3,442	3,471	3,481
Ln(Dimensão_Emp)	1,867	1,890	1,907	1,923	1,926
Oportunidades de crescimento	0,210	0,131	0,105	0,116	0,139
Depreciações	0,032	0,032	0,034	0,033	0,032
Índice de exportações	0,786	0,789	0,784	0,792	0,778
Rácio de liquidez (LIQ)	1,774	1,764	1,751	1,731	1,793
Dimensão da empresa (n.º de Emp.)	74	78	81	84	84
Dimensão da empresa (VN, em M€)	5.070	5.568	5.856	6.105	6.150

Nota: Elaboração própria

A média do endividamento a curto prazo é de 47,7% e a média do endividamento a médio e longo prazo é de 12,7%.

De realçar que os índices associados à dívida de médio e longo prazo são, em média, cerca de cinco vezes menores que o rácio da dívida de curto prazo. Esta constatação sugere que as PME do setor do vestuário parecem preferir financiar os seus ativos com passivos de curto prazo em vez de recorrerem preferencialmente a dívida de médio e longo prazo (resultado já evidenciado por Rodrigues, 2017)

Observando a evolução das variáveis ao longo dos 5 anos vemos que o indicador médio do endividamento total passa de 62% em 2015 para 58% em 2019. Este processo é acompanhado pelos restantes indicadores de endividamento, cujos valores médios descem no mesmo período, sendo que no caso do endividamento a curto prazo a evolução não seja linear. Esta redução do nível de endividamento acompanha um processo global sentido em toda a economia portuguesa nos últimos anos (Banco de Portugal, 2019).

Em particular, os valores médios dos índices de dívida de médio e longo prazo mostram uma redução de 14,1 % para 11,3 % nestes cinco anos. Este setor apresenta um nível de endividamento cerca de 60% por cento, indicando que as empresas enfrentam riscos consideráveis de dificuldades financeiras e, portanto, com potenciais efeitos adversos nos resultados e no crescimento.

A rentabilidade média dos capitais próprios (ROE) foi nos 5 anos de cerca de 12% destacando-se uma descida significativa ao longo dos 5 anos, principalmente do ano de 2016 (13,3%) para 2017 (9,3%).

A variável que espelha a dinâmica das empresas – (OC) - evidencia um ritmo de crescimento de ativos, significativo a partir do ano de 2017, destacando-se uma quebra abrupta do ano 2015 e 2016.

As empresas deste sector em Portugal exportam em média cerca de 78% da sua produção e o peso das depreciações do exercício representa em média 3,3% do ativo.

Através da análise da matriz das correlações entre as variáveis (tabela 5) verificamos que existe uma relação positiva entre as duas medidas de rentabilidade, a tangibilidade, as oportunidades de crescimento e as exportações em relação às três variáveis de endividamento. Relativamente às variáveis de dimensão e depreciações a relação é negativa com as três variáveis de endividamento. Quanto à variável rácio de liquidez, a

relação é negativa relativamente ao endividamento total e endividamento a curto prazo, mas positiva relativamente ao endividamento a médio e longo prazo.

Tabela 5: Médias, desvio-padrão e matriz de correlação entre as variáveis

	Média	d.p.	ROE	ROA	TANG	DIM_VN	DIM_Emp	OC	DEPR	EXP	LIQ
ENDIV	0,604	0,015	0,500	0,365	0,548	-0,886	-0,880	0,450	-0,247	0,558	-0,288
ENDIVCP	0,477	0,008	0,326	0,359	0,328	-0,262	-0,235	0,064	-0,124	0,977	-0,717
ENDIVMLP	0,127	0,013	0,410	0,225	0,864	-0,917	-0,926	0,507	-0,224	0,085	0,085
ROE	0,122	0,021	1	0,210	0,058	-0,727	-0,718	0,881	-0,956	0,149	0,401
ROA	0,240	0,078		1	0,322	0,039	0,058	0,538	-0,438	-0,508	0,438
TANG	0,222	0,005			1	-0,629	-0,655	0,189	0,068	-0,263	0,259
DIM_VN	3,431	0,051				1	0,999	0,769	0,566	-0,179	-0,166
DIM_Emp	1,903	0,024					1	0,757	0,557	-0,157	-0,186
OC	0,140	0,041						1	-0,897	-0,122	0,497
DEPR	0,033	0,001							1	0,077	-0,575
EXP	0,786	0,005								1	-0,821
LIQ	1,763	0,024									1

Nota: Elaboração própria

5. Resultados e discussão

Esta secção analisa os resultados dos testes realizados para as regressões entre as três variáveis de endividamento e as diferentes variáveis explicativas. Como são utilizadas duas variáveis de rentabilidade (ROE e ROA), é feita a regressão individual para as duas. Os resultados das regressões lineares múltiplas pelo método dos mínimos quadrados ordinários (*Pooled OLS*), tendo como variáveis dependentes o endividamento total, endividamento a curto prazo e a médio longo prazo, são apresentados na tabela 6. Testamos assim a validade das hipóteses anteriormente enunciadas e das diferentes teorias explicativas da estrutura de capitais, em particular, da teoria do *trade-off* e da teoria da *pecking order*.

Tabela 6: Resultados da estimação por OLS (n = 2245)

	END. TOTAL	END. CP	END. MLP	END. TOTAL	END. CP	END. MLP
C	0,630*** (0,045)	0,541*** (0,043)	0,089*** (0,030)	0,630*** (0,045)	0,540*** (0,043)	0,089*** (0,030)
ROE	-0,005 (0,007)	-0,006 (0,007)	0,001 (0,005)			
ROA				-0,004 (0,005)	-0,005 (0,005)	0,001 (0,004)
TANG	-0,106*** (0,028)	-0,079*** (0,026)	-0,026 (0,018)	-0,106*** (0,028)	-0,080*** (0,026)	-0,026 (0,018)
DIM	-0,002 (0,012)	-0,020* (0,012)	0,018** (0,008)	-0,002 (0,012)	-0,020* (0,012)	0,018** (0,008)
OC	0,014 (0,010)	0,018** (0,009)	-0,005 (0,007)	0,014 (0,010)	0,019** (0,009)	-0,005 (0,007)
DEPR	0,198 (0,207)	0,409** (0,195)	-0,211 (0,138)	0,203 (0,207)	0,415** (0,195)	-0,212 (0,138)
EXP	-0,002 (0,015)	0,009 (0,014)	-0,011 (0,010)	-0,002 (0,015)	0,009 (0,014)	-0,011 (0,010)
LIQ	-0,001 (0,005)	0,001 (0,004)	-0,001 (0,003)	-0,001 (0,005)	0,001 (0,004)	-0,001 (0,003)
R²	1%	1%	1%	1%	1%	1%
R²						
Ajust.	1%	1%	0%	1%	1%	0%

Notas: 449 empresas, com dados de 2015-2019.

Desvios-padrão entre parêntesis. * p < 0,10; ** p < 0,05; *** p < 0,01.

Passando à estimação do modelo, os resultados apresentam-se bastante fracos, surgindo poucas variáveis significativas (coeficientes assinalados a negrito na tabela 6). As estimativas dos parâmetros na tabela 6 evidenciam que a variável tangibilidade é a única variável que está significativamente relacionada com o endividamento total nas duas variáveis de rendibilidade e com um coeficiente negativo.

A variável tangibilidade e dimensão apresentam uma relação negativa e estatisticamente significativa relacionada com o endividamento a curto prazo enquanto as variáveis oportunidades de crescimento e depreciações apresentam um coeficiente positivo e estatisticamente significativo.

A variável dimensão é a única significativamente relacionada com o endividamento a médio e longo prazo e com uma relação positiva. A mesma variável dimensão apresenta sinal negativo em relação ao endividamento total e a curto prazo. Este comportamento evidencia que o nível de endividamento desce quando a dimensão da empresa aumenta.

As duas variáveis de rendibilidade têm uma relação negativa, embora não significativa, com o endividamento total e endividamento a curto prazo. Com estes dados conclui-se que quando a rendibilidade de uma empresa aumenta, esta reforça a sua capacidade de autofinanciamento, diminuindo a necessidade de recurso a financiamento. No entanto, como os coeficientes não são significativos, não podemos validar a hipótese H1, que corroboraria a teoria da *pecking order* que defende que empresas com mais saúde financeira têm os meios suficientes para financiar as suas necessidades, preferindo utilizar fundos internos antes de obter um empréstimo. Já a relação com o endividamento a médio e longo prazo é positiva, embora também não significativa, não validando H1.

A variável TANG, apesar de significativa, apresenta uma relação negativa em todos os tipos de endividamento não validando a H2 que defendia uma relação positiva significativa entre a tangibilidade da empresa e o seu endividamento, contrariando assim a teoria do *trade-off*.

A variável DIM tem uma relação negativa com ENDIV e o ENDIVCP não validando a H3. Contudo a H3 é validada para o ENDIVMLP pois apresenta uma relação positiva significativa.

Observando a variável OC, vemos que tem uma relação positiva e significativa com o ENDIVCP, validando assim a H4. Podemos ver também a existência de uma relação negativa de OC com o ENDIVMLP, embora não significativa.

Analisando os resultados da variável DEPR, vemos que existe uma relação positiva com o ENDIV e positiva e significativa com o ENDIVCP, contrariando assim a teoria do *trade-*

off e H5. Por outro lado, quando relacionado com o ENDIVMLP vemos que tem uma relação negativa, embora não significativa.

A hipótese H6 não é validada na relação da variável EXP com o ENDIV e ENDIVMLP pois os seus coeficientes não são significativos (nem positivos). Apenas é contrariada quando relacionada com o ENDIVCP, existindo uma relação positiva, embora também não significativa.

A variável LIQ tem uma relação negativa com o ENDIV e o ENDIVMLP, embora também não significativa, o que não permite validar H7.

O resumo dos resultados e a validação das hipóteses são apresentados na tabela 7, destacando-se a negrito os resultados significativos. Os resultados do estudo não validam totalmente nenhuma das sete hipóteses e apenas validam parcialmente as hipóteses H3 e H4. Apesar disso, a variável ENDIVCP mostra-se como a mais robusta, com um maior número de resultados significativos a surgirem associados a essa variável, favorecendo a teoria da *pecking order*, à semelhança de Silva (2017).

Tabela 7: Síntese de resultados

HIPÓTESES	RESULTADOS		
	END.TOTAL	END.CP	END.MLP
<i>H1: Existe uma relação negativa significativa entre a rentabilidade da empresa e o seu endividamento.</i>	Não validada	Não validada	Não validada
<i>H2: Existe uma relação positiva significativa entre a tangibilidade da empresa e o seu endividamento.</i>	Não validada	Não validada	Não validada
<i>H3: Existe uma relação positiva significativa entre a dimensão da empresa e o endividamento.</i>	Não validada	Não Validada	Validada
<i>H4: Existe uma relação positiva significativa entre a oportunidades de crescimento da empresa e o seu endividamento.</i>	Não validada	Validada	Não validada
<i>H5: Existe uma relação negativa significativa entre as depreciações e o seu endividamento.</i>	Não validada	Não validada	Não validada
<i>H6: Existe uma relação negativa entre as empresas exportadoras e o endividamento.</i>	Não validada	Não validada	Não validada

<i>H7: Existe uma relação negativa significativa entre a liquidez e o endividamento.</i>	Não validada	Não validada	Não validada
--	--------------	--------------	--------------

Como foi dito anteriormente, esta regressão apresentou resultados fracos. Como tal houve apenas duas hipóteses validadas.

Na linha do defendido por Michaelas et al. (1999), Bevan e Danbolt (2002) e Eriotis (2007), a variável crescimento teve uma relação positiva significativa com o endividamento a curto prazo, pois as empresas iriam olhar para mais para este endividamento e menos para o longo prazo conforme as suas necessidades de financiamento. A outra hipótese validada foi ao encontro do que Vieira e Novo (2011) defendem, confirmando assim a existência de uma relação positiva entre a dimensão e o endividamento, suportando a hipótese de que o endividamento aumenta à medida que a empresa vai crescendo, devido à diversificação da sua carteira e redução dos custos de falência.

6. Conclusão

Este projeto realiza uma análise dos determinantes da estrutura de capital nas empresas dos setores têxtil e vestuário em Portugal.

O objetivo é o de obter evidência empírica sobre o papel dos fatores específicos das empresas na decisão da estrutura de capital.

Durante vários anos, investigações sobre este tema desenvolveram e testaram as teorias sobre os múltiplos determinantes da estrutura de capital. Continua a haver investigações em andamento, ou seja, o tema ainda não está concluído.

Este projeto concentra-se no foco principal da literatura sobre a estrutura de capital das empresas: “Quais os determinantes específicos da empresa que afetam a decisão sobre a sua estrutura de capital no setor têxtil e do vestuário em Portugal?”

Para tentar responder a essa questão foram analisados os principais determinantes da estrutura do capital presentes na literatura, focando-nos nas diferentes teorias apresentadas pela literatura.

Os dados retirados e a revisão da literatura empírica anterior conduziram a um estudo dos indicadores de rácios de dívida das empresas dos dois setores que operam no mercado português para averiguar se estão relacionados com os determinantes selecionados durante o período de amostra entre 2015 e 2019.

A amostra incluiu 449 empresas com mais de 10 empregados que cumprem a normalização contabilística portuguesa (SNC). O estudo traduziu-se numa análise econométrica, realizada a partir de um modelo geral de regressão linear múltipla, que contrapôs as variáveis dependentes (Endividamento total, endividamento de curto prazo e endividamento a médio e longo prazo) a um conjunto de oito variáveis independentes, sendo duas delas a rentabilidade do ativo e do capital próprio o que fez com que fosse feita a regressão em separado para estas duas variáveis.

O objetivo da realização deste modelo foi de aferir os impactos manifestados e o seu valor explicativo.

A estimação do modelo recorreu ao método OLS (Método dos Mínimos Quadrados) e as variáveis explicativas que integram o modelo foram a Rentabilidade do ativo e do capital próprio, Tangibilidade, Dimensão, Oportunidades de Crescimento, Depreciações, Índice de exportações e Rácio de Liquidez.

Os resultados revelam que os padrões de financiamento podem ser explicados pelas características das empresas. O estudo apresenta evidências do maior poder explicativo para o endividamento a curto prazo. Apesar disto, apenas as hipóteses testadas para as variáveis “oportunidades de crescimento” e “dimensão” foram validadas, tal como sugerido na teoria, respetivamente, nas suas relações com o endividamento a curto e a médio/longo prazo.

As variáveis tangibilidade, dimensão, oportunidades de crescimento e depreciações mostraram por vezes uma associação significativa com a decisão da estrutura de capital da empresa, embora com sinais contrários. As evidências para as restantes variáveis dependentes não apresentam a mesma consistência no que toca a existir uma associação significativa com outras variáveis. A variável “tangibilidade” foi a única com expressão significativa para o endividamento total e a variável “dimensão” para o endividamento a médio e longo prazo.

Os resultados indicam que as teorias financeiras sobre a estrutura de capital, por si só, não fornecem uma explicação sobre como as empresas analisadas estão financiadas neste setor específico. Por fim o estudo evidencia que as empresas do setor têxtil e do vestuário tendem a depender excessivamente da dívida de curto prazo.

Respondendo à questão de investigação, pode-se concluir que os determinantes específicos das empresas afetam a decisão sobre a sua estrutura de capital no setor têxtil e do vestuário em Portugal, sendo sobretudo relevantes quando se trata de explicar a dívida a curto prazo. Os resultados em geral não são consistentes com parte da literatura empírica existente sobre o tema.

Uma limitação encontrada neste trabalho foi o facto de restringir o foco para a apenas dois setores empresariais e para um número limitado de empresas. Adicionalmente, a metodologia econométrica empregue também poderia ser mais desenvolvida.

Agradecimento:

Este trabalho é financiado pelo FEDER no âmbito do programa COMPETE 2020 e por fundos nacionais - PORTUGAL 2020.

Projeto IEcPBI – Ecosistema Interativo para a Internacionalização das Empresas Portuguesas - POCI-01-0145-FEDER-032139

Referências bibliográficas

Abdeljawad, I., Mat-Nor, F., Ibrahim, I. e Abdul-Rahim, R. (2013). Dynamic Capital Structure Trade-off Theory: Evidence from Malaysia. *International. Review of Business Research Papers*, 9(6), November, 102 – 110

Abeywardhana, D. (2017). Capital Structure Theory: An Overview. *Accounting and Finance Research*, 6(1), 133-138.

Baker, M. e Wurgler, M. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57, 1–32.

Banco de Portugal (2019). *Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal – 2018*. Estudos da Central de Balanços, 40, Banco de Portugal: Lisboa.

Bevan, A. A. e Danbolt, J. (2002). Capital structure and its determinants in the UK - a decompositional analysis. *Appl Financ Econ*, 12(3), 159 – 70.

Bohren, O. (1998). The agent's ethics in the principal-agent model. *Journal of Business Ethics*, 17, 745–755

Chen, L. J. e Chen, S. Y. (2011). How the Pecking Order Theory Explain the Capital Structure. *Journal of International Management Studies*, 6(3), 92-100.

Direção-Geral das Atividades Económicas (2019). *Indústria Têxtil e Vestuário*. DGAE (Ministério da Economia): Lisboa.

Eriotis, N. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study, *Managerial Finance*, 33(5), 321-331

Evans, S. e Tourish, D. (2017). Agency theory and performance appraisal: How bad theory damages learning and contributes to bad management practice. *Management Learning*, 48(3), 271–291.

Fama, Eugene e Jensen, Michael (1983). Agency problems and residuals claims. *Journal of Law and Economics*, 26, 327-349.

Fischer, E. O., Heinkel, R. e Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: theory and tests. *The Journal of Finance*, 44,(1), 19-40.

Hillier, D., Grinblatt, M. e Titman, S. (2011). *Financial markets and corporate strategy*. McGraw-Hill Education; 2nd edition

Jaros, Jaroslav e Bartosova. Viera (2015). 4th World Conference on Business, Economics and Management, WCBEM to The Capital Structure Choice: Miller and Modigliani Model. *Procedia economics and Finance*, 26, 351-358.

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

Junior, F.P (2012). *A estrutura do capital das Pme's e das grandes empresas: Uma análise comparativa*. Dissertação de mestrado em Gestão, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, Coimbra.

Kraus, A. e Litzenberger, R.H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922.

Kultys, J. (2016). Controversies about Agency Theory as Theoretical Basis for Corporate Governance. *Oeconomia Copernicana*, 7(4), 613-634

Lubatkin, M. H., Lane, P. J., Collin S. e Very, P. (2007). An embeddedness framing of governance and opportunism: towards a cross-nationally accommodating theory of agency. *Journal of Organizational Behavior*, 27, 1–16.

Michaelas, N., Chittenden, F. e Poutziouris, P. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, 12, 113-130.

Modigliani, F. e Miller, M. E. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.

Mota, António Gomes (2012). *Finanças da Empresa – da teoria à prática*. 5ª Ed. Lisboa: Edições Sílabo.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39, 575-592.

Myers, Stewart C. e Majluf, Nicholas S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 13(2), 187–221

Novo, A. J. (2009). *Estrutura de capital das Pequenas e Médias Empresas: Evidência no mercado português*. Dissertação de mestrado em Gestão de Operações, Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial da Universidade de Aveiro, Aveiro.

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

Peixoto, A. S. (2017). *A estrutura de capital da indústria hoteleira em Portugal: hotéis de 4 e 5 estrelas*. Dissertação de mestrado em Contabilidade e Administração, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Lisboa.

Rajan, R. G. e Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure: Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.

Rodrigues, J. P. (2017). *Determinantes da Estrutura de Capital: Uma análise empírica aplicada ao setor do vestuário em Portugal*. Dissertação de mestrado em Contabilidade e Finanças, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Porto.

Ross, Stephen, Westerfield, Randolph W. e Jaffe, Jeffrey F. (2002). *Administração Financeira* - Tradução Antonio Zoratto Sanvicente. 2ª ed., São Paulo, Atlas.

Sehrish, Butt, Khan, Zeeshan Ahmad e Nafees, Bilal (2013). Static Trade-off theory or Pecking order theory which one suits best to the financial sector: Evidence from Pakistan. *European Journal of Business and Management*, 5(23), 2013 131

Semedo, I. (2015). *Teorias da estrutura de capital das empresas: Uma aplicação às empresas Portuguesas cotadas na Euronext Lisboa*. Dissertação de mestrado em Gestão Financeira, Instituto Superior de Gestão, Lisboa.

Shi, W., Connelly, B.L. e Hoskisson, R.E. (2017). External corporate governance and financial fraud: cognitive evaluation theory insights on agency theory prescriptions. *Strategic Management Journal*, 38, 1268-1286.

Silva, A. A. (2019). *A literacia financeira dos gestores/empresários como um dos determinantes da estrutura de capitais na indústria têxtil e no setor da hotelaria e na restauração do norte de Portugal*. Dissertação de mestrado em Contabilidade e Finanças, Instituto Politécnico de Bragança, Bragança.

Smith, Clifford W., Jr. e Watts, Ross L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies, *Journal of Financial Economics*, 32, 263-292.

Vieira, E., & Novo, A. (2010). A Estrutura de Capital das PME: evidência no mercado português. Estudos do ISCA, série IV, 2.

Vieira, V. (2018). *Estrutura ótima de capitais e dinâmica de ajustamento: análise econométrica de um painel de empresas europeias de 2008 a 2016*. Dissertação de mestrado de Finanças e Fiscalidade, Faculdade de Economia do Porto, Porto.

Zinga, M. (2015). *Conflitos de agência, mecanismos de controlo e performance das sociedades por quotas anónimas de pequena e média dimensão: Um estudo empírico no contexto português*. Tese de Doutoramento em Gestão de Empresas, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, Coimbra.

