



**Susana Patrícia  
Gomes Silva**

**Desempenho das empresas estrangeiras e  
domésticas durante crises**



**Susana Patrícia  
Gomes Silva**

**Desempenho das empresas estrangeiras e  
domésticas durante crises**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Economia, realizada sob a orientação científica da Doutora Celeste Maria Dias Amorim Varum, Professora Auxiliar do Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial da Universidade de Aveiro

Dedico este trabalho aos meus pais, irmão e Diogo por todo o apoio.

## **o júri**

presidente

**Prof. Doutor António Miguel Amoêdo Lebre de Freitas**  
Professor auxiliar do Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial da  
Universidade de Aveiro

**Prof. Doutora Ana Teresa Cunha de Pinho Tavares Lehmann**  
Professora associada da Faculdade de Economia da Universidade do Porto (Arguente)

**Prof. Doutora Celeste Maria Dias Amorim Varum**  
Professora auxiliar do Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial da  
Universidade de Aveiro (Orientadora)

## **agradecimentos**

Ao longo da minha dissertação, gostaria de agradecer a várias pessoas que de forma direta ou indireta contribuíram para a sua realização.

À minha orientadora, um agradecimento especial por todas as indicações dadas e pelo seu espírito crítico.

Ao professor Miguel Torres, por todo o apoio e disponibilidade em ajudar.

À Vera e ao Júlio pelas orientações dadas ao nível do STATA.

Ao Diogo, por toda a motivação e apoio incondicional dado em todo o meu percurso académico.

À minha família, a quem agradeço imenso por todos os seus sacrifícios e por me apoiarem e motivarem a atingir os meus objetivos.

Aos meus amigos que direta ou indiretamente contribuíram para esta dissertação.

A todos, muito obrigada!

## palavras-chave

Crise, Performance financeira, Empresas domésticas, Empresas estrangeiras.

## resumo

No contexto atual de crise económica e financeira da economia portuguesa e mundial, surge uma maior reflexão sobre o papel das empresas estrangeiras nos países de acolhimento. Apesar de o aumento do desempenho das empresas seja normalmente associado à existência de propriedade estrangeira, ainda se sabe pouco sobre o potencial impacto da propriedade estrangeira na performance das empresas, durante períodos estáveis e recentes períodos de instabilidade económica.

Com base no Top 500 maiores e melhores empresas localizadas em Portugal, pretende-se analisar se existem diferenças no desempenho financeiro entre empresas nacionais e estrangeiras. A investigação visa avaliar os efeitos de vários fatores muito distintos (indústria, *firm level* e macro) que podem determinar as diferenças relativas do desempenho entre as empresas, no crescimento das vendas e dos lucros. Daremos especial ênfase ao efeito dos ciclos económicos na diferente evolução do desempenho das empresas, através do método econométrico em painel.

Os resultados obtidos revelam que a propriedade estrangeira e os períodos de crise afetam de forma negativa a performance das empresas, nas diferentes medidas de desempenho. Mas no que respeita à avaliação das possíveis vantagens da presença de propriedade estrangeira durante desacelerações económicas, os resultados indicam que as empresas multinacionais não exercem efeitos sobre as vendas, nem sobre os lucros. Exceto no segundo período de crise da amostra (2007-2009), a propriedade estrangeira parece causar efeitos negativos no crescimento das vendas.

**keywords**

Crisis, Financial Performance, Domestic companies, Foreign companies

**abstract**

In the current context of economic and financial crisis of the Portuguese world, there is a further reflection on the role of foreign firms in host countries. Although the rise of corporate performance is normally associated with the existence of foreign ownership, little is yet known about the potential impact of foreign ownership on company performance during stable periods and recent periods of economic instability.

Based on the Top 500 biggest and best companies located in Portugal, we intend to analyze whether there are differences in financial performance between domestic and foreign companies. The research aims to assess the effects of various factors very different (industry, firm level and macro) that can determine the differences in performance between firms, sales growth and profits. We will give special emphasis to the effect of business cycles in the different evolution of corporate performance through the panel econometric method.

The results show that foreign ownership and periods of crisis negatively affect the performance of companies in different performance measures. But as regards the assessment of the potential advantages of the presence of foreign ownership during economic downturns, the results indicate that multinational companies do not exert effects on sales, not on profits. Except in the second period of crisis of the sample (2007-2009), foreign ownership appears to have an adverse effect on sales growth.



## ÍNDICE

<b>Capítulo 1 Introdução</b> .....	<b>7</b>
<b>Capítulo 2 Revisão da literatura</b> .....	<b>9</b>
<b>2.1. Considerações iniciais</b> .....	<b>9</b>
<b>2.2. Como a propriedade estrangeira influencia a performance das empresas?</b> .....	<b>10</b>
2.2.1. Propriedade estrangeira influencia positivamente a performance das empresas.....	11
2.2.2. Propriedade estrangeira influencia negativamente a performance das empresas.....	14
2.2.3. Propriedade estrangeira tem efeito neutro para explicar a performance das empresas ...	14
<b>2.3. Como a propriedade estrangeira influencia a performance das empresas perante crises económicas?</b> .....	<b>17</b>
2.3.1. Propriedade estrangeira influencia positivamente a performance das empresas durante crises económicas.....	18
2.3.2. Propriedade estrangeira influencia negativamente a performance das empresas durante crises económicas.....	22
2.3.3. Propriedade estrangeira sem influência sobre a performance das empresas durante crises económicas.....	23
<b>2.4. Considerações finais</b> .....	<b>25</b>
<b>Capítulo 3 Performance das Empresas Estrangeiras e Domésticas: Metodologia e Estatística Descritiva</b> .....	<b>27</b>
<b>3.1. Considerações iniciais</b> .....	<b>27</b>
<b>3.2. Metodologia</b> .....	<b>27</b>
3.2.1. O contexto de aplicação: Portugal.....	27
3.2.2. A Base de Dados .....	29
<b>3.3. Análise comparativa das empresas estrangeiras e domésticas em Portugal</b> .....	<b>33</b>
3.3.1. Variáveis de performance.....	33
3.3.2. Outras Variáveis.....	35
<b>3.4. Considerações finais</b> .....	<b>46</b>
<b>Capítulo 4 Performance das Empresas Estrangeiras e Domésticas: Análise Econométrica</b> ....	<b>49</b>
<b>4.1. Considerações iniciais</b> .....	<b>49</b>
<b>4.2. Metodologia</b> .....	<b>49</b>
4.2.1. Base de dados .....	49

4.2.2. Modelo empírico .....	49
4.2.3. Procedimentos da estimação .....	53
<b>4.3. Resultados Empíricos.....</b>	<b>55</b>
4.3.1. Crescimento das Vendas .....	56
4.3.2. Crescimento dos Lucros .....	60
<b>4.4. Observações Finais.....</b>	<b>63</b>
<b>Capítulo 5 Conclusões.....</b>	<b>65</b>
<b>Referências Bibliográficas .....</b>	<b>69</b>

## ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Evidência empírica da performance das empresas estrangeiras e empresas nacionais ...	16
Tabela 2 - Evidência empírica sobre a reação das empresas perante crises económicas .....	24
Tabela 3 - Descrição de Variáveis.....	52
Tabela 4 - Matriz de Correlações .....	55
Tabela 5 - Estimação dos resultados do Crescimento das Vendas.....	59
Tabela 6 - Tabela de estimação do Crescimento dos Lucros .....	62
Tabela 7 - Resumo das respostas às questões da pesquisa .....	67

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Influxos de Investimento direto estrangeiro em Portugal, em milhões de dólares .....	28
Gráfico 2 - Taxa de crescimento anual do PIB real Português.....	28
Gráfico 3 - Percentagem de empresas por ano .....	31
Gráfico 4 - Percentagem de entradas no Top 500 .....	32
Gráfico 5 - Valor total das vendas, empresas nacionais e estrangeiras (%) .....	34
Gráfico 6 - Valor total dos lucros, empresas nacionais e estrangeiras (%) .....	35
Gráfico 7 - Percentagem de empresas por origem do controlo acionista .....	36
Gráfico 8 - Localização das empresas estrangeiras.....	37
Gráfico 9 - Localização das empresas nacionais.....	37
Gráfico 10 – Nível médio de indústrias com intensidade tecnológica, empresas estrangeiras .....	38
Gráfico 11 - Nível médio de indústrias com intensidade tecnológica, empresas nacionais .....	38
Gráfico 12 - Nível de intensidade tecnológica das empresas estrangeiras pelo total de empresas ..	39
Gráfico 13 - Nível de intensidade tecnológica das empresas nacionais pelo total de empresas .....	39
Gráfico 14 - Valor total dos lucros das empresas nacionais (%).....	40
Gráfico 15 - Valor total dos lucros das empresas nacionais por níveis tecnológicos (%).....	40
Gráfico 16 - Valor total das vendas das empresas nacionais (%).....	40
Gráfico 17 - Valor total das vendas das empresas nacionais por níveis tecnológicos (%).....	40
Gráfico 18 - Valor total dos lucros das empresas estrangeiras (%).....	41
Gráfico 19 - Valor total dos lucros das empresas estrangeiras por níveis tecnológicos (%).....	41
Gráfico 20 - Valor total das vendas das empresas estrangeiras (%).....	41
Gráfico 21 - Valor total das vendas das empresas estrangeiras por níveis tecnológicos (%).....	41
Gráfico 22 - Número total de trabalhadores entre empresas nacionais e estrangeiras .....	42
Gráfico 23 - Valor total da produtividade laboral, empresas nacionais e estrangeiras (%) .....	43
Gráfico 24 - Taxa de endividamento, empresas nacionais e estrangeiras (%) .....	44
Gráfico 25 - Taxa de Solvabilidade, empresas nacionais e estrangeiras (%) .....	45
Gráfico 26 - Taxa de crescimento da ROA, empresas nacionais e estrangeiras (%) .....	46
Gráfico 27 – Valor total do CP, empresas nacionais e estrangeiras (%) .....	46

## GLOSSÁRIO

ASEAN	Associação de Nações do Sudeste Asiático
CEE	Comunidade Económica Europeia
CP	Capital próprio
GMM	Método generalizado dos momentos
I&D	Investigação e Desenvolvimento
IDE	Investimento direto estrangeiro
LM	Multiplicador de <i>Lagrange</i>
LVT	Lisboa e Vale do Tejo
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OLS	Mínimos quadrados ordinários
PIB	Produto Interno Bruto
PLS	Mínimos quadrados parciais
PME	Pequenas e média empresa
ROA	Rentabilidade do ativo
ROE	Rentabilidade sobre o património
ROS	Rentabilidade sobre as vendas



# CAPÍTULO 1

## INTRODUÇÃO

No atual contexto de desaceleração da economia portuguesa, em que se põe em causa a evolução do desempenho das empresas, em termos das suas rentabilidades, torna-se pertinente avaliar, com base em períodos recentes, como as empresas estrangeiras e nacionais se comportam perante recessões económicas, sendo este o foco central da presente dissertação.

A compreensão dos determinantes da performance das empresas tem sido objetivo de diversas pesquisas. No entanto, ainda pouco se sabe sobre a importância da propriedade estrangeira no desempenho das empresas num período de crise. Diferenças entre empresas estrangeiras e nacionais com base no desempenho financeiro durante períodos estáveis e perante desacelerações económicas tem sido pouco investigada, mas os estudos existentes encontram diferentes impactos da influência da propriedade estrangeira no desempenho das empresas. Embora durante períodos de crise, o aumento do desempenho das empresas seja normalmente associado à existência de propriedade estrangeira no país de acolhimento (Lee e Mahkija, 2009, Varum et al., 2010 e Rocha, 2010), a propriedade estrangeira também pode ter um efeito destabilizador na performance das empresas durante recessões económicas (Belderbos e Zou, 2007 e Álvarez e Görg, 2009). No entanto, não está claro se a propriedade estrangeira influencia o desempenho das empresas, durante desacelerações económicas.

Neste trabalho pretendemos preencher essa lacuna, na medida em que a propriedade estrangeira é um fator determinante para a performance das empresas durante contextos estáveis e instáveis. Nós também exploramos características de estrutura da empresa e da indústria, de acordo com a literatura, pois seja provável que estas variáveis afetem significativamente o crescimento das vendas e dos lucros das empresas.

Utilizamos dados do Top 500 maiores e melhores empresas da Informa D&B, um conjunto de dados único que contém dados financeiros, para o qual não existem estudos sobre este tema, que seja do nosso conhecimento. O estudo abrange o período de 1996-2009, incluindo dois períodos recentes de crise na economia portuguesa (2001-2003 e 2007-2009), que foram marcados por declínios significativos da taxa de crescimento do produto interno bruto (PIB) real.

Os nossos resultados contribuem não só para a escassa literatura empírica sobre a influência da propriedade estrangeira no desempenho das empresas em períodos estáveis e recentes períodos de instabilidade económica, mas também para a compreensão do caso português sobre estas questões.

Através da compreensão do desempenho diferenciado das empresas de acordo com a sua propriedade, os governos podem melhorar a sua ação política. No nosso estudo, os resultados de eventos passados e períodos de crise mais atual pode ser de valor na compreensão das recessões atuais na economia mundial.

A restante dissertação está estruturada em cinco capítulos. O primeiro apresenta uma visão geral do tema e o objeto da pesquisa. No segundo capítulo engloba uma completa revisão da literatura sobre o impacto da propriedade estrangeira na performance das empresas e sobre a reação provocada pela propriedade estrangeira na performance das empresas perante recessões económicas. A descrição da base de dados e respetivas estatísticas encontram-se no terceiro capítulo. O capítulo quatro explica a metodologia empírica adotada, apresenta os resultados retirados do modelo econométrico utilizado e as suas conclusões. Finalmente, no último capítulo são apresentadas as conclusões desta dissertação.

## CAPÍTULO 2

### REVISÃO DA LITERATURA

#### 2.1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

A propriedade estrangeira tem sido considerada como uma vantagem para o crescimento das empresas (Dunning, 1998). As multinacionais devem possuir melhores desempenhos e vantagens específicas que compensem a sua responsabilidade de estranheza em mercados externos (Hymer, 1976; Luo e Tan, 1998 e Barbosa e Louri, 2005). Neste sentido, empresas estrangeiras parecem ter melhores condições de competir e enfrentar obstáculos do que empresas nacionais (Dunning, 1981, 1988, 1993), facto esse que nos pode levar a acreditar que, em geral, e num período de desaceleração económica em Portugal, se verificará um comportamento distinto entre empresas estrangeiras e empresas domésticas.

A influência da propriedade estrangeira, pode provocar diferentes efeitos na performance das empresas, como é mencionado por alguns autores. A propriedade estrangeira pode influenciar positivamente o desempenho das empresas (Barbosa et al., 2004 e Cardoso, 2008), uma vez que empresas estrangeiras possuem maiores capacidades de diferenciação do produto, maiores capacidades de gestão e tendem a explorar melhor as economias de escala. Assim como, o desempenho das empresas pode ser influenciado negativamente pela propriedade estrangeira (Kim e Lyn, 1990 e Rocha, 2010), devido, por exemplo a elevados níveis de dívida das empresas estrangeiras investido mais em I&D intensivo e menos em publicidade. A propriedade estrangeira pode, também, não ter qualquer influência sobre o desempenho das empresas (Barbosa e Louri, 2005).

Na literatura económica existe escassez de estudos que abordam o efeito da propriedade estrangeira na performance financeira das empresas durante períodos de recessão económica. Nos estudos existentes, os resultados encontrados apontam para efeitos distintos na performance das empresas perante crises. A propriedade estrangeira pode ter um efeito catalisador para o crescimento das empresas no país de acolhimento (Fukao, 2001 e Chung et al., 2008), através do exemplo da sua expansão económica e aproveitamento de oportunidades durante períodos de crise. Por outro lado, podem causar um efeito de contração da performance das empresas durante recessões (Lipsey, 2001 e

Álvarez e Görg, 2009), pois têm maior facilidade de transferência de instalações de produção.

No capítulo, procedeu-se à análise da literatura sobre as diferenças entre empresas locais e multinacionais no que diz respeito a diversas medidas de desempenho; bem como, sobre os impactos da propriedade estrangeira na performance das empresas num contexto de crise económica e financeira.

## **2.2. COMO A PROPRIEDADE ESTRANGEIRA INFLUENCIA A PERFORMANCE DAS EMPRESAS?**

Por mais que o desempenho seja uma questão importante, os estudos sobre as multinacionais e desempenho são surpreendentemente escassos (Bellak, 2004), e ainda mais quando se compara o desempenho de propriedade estrangeira à propriedade doméstica (Luo e Tan, 1998).

Na literatura económica existente, os autores têm obtido resultados opostos. Alguns demonstram que as empresas multinacionais têm melhores performances que as concorrentes nacionais (Benvignati, 1987, Ramstetter, 1999 e Barbosa et al., 2004), enquanto que outros estudos obtêm que as empresas locais têm performances superiores (Kumar, 1984 e Kim e Lyn, 1990), ou ainda, mostram que não existem diferenças evidentes de desempenho entre empresas segundo a propriedade (Barbosa e Louri, 2005).

Os estudos abordados têm em conta duas vertentes teóricas principais: a organização industrial (IO), que ajuda a explicar a questão geral das diferenças de desempenho entre as empresas com base na estrutura de mercado (Bellak, 2004), e os negócios internacionais (IB), que permite compreender a criação e exploração de vantagens específicas da empresa que explicam as diferenças de desempenho entre empresas nacionais e estrangeiras (Dunning, 1993). Estas vertentes são importantes para entender as diferenças de performance entre empresas domésticas e estrangeiras.

Na tabela 1, são apresentados estudos empíricos sobre os níveis de performance das empresas.

### **2.2.1. PROPRIEDADE ESTRANGEIRA INFLUENCIA POSITIVAMENTE A PERFORMANCE DAS EMPRESAS**

Quando comparadas, as empresas multinacionais e nacionais nos EUA, em 1975, através de características da indústria da empresa, conclui-se que as empresas multinacionais ganham maiores taxas de lucro que as nacionais (Benvignati, 1987). Através de uma análise financeira das empresas multinacionais e as empresas domésticas dos EUA para aferir se têm diferenças nas estruturas de capital, Lee e Kwok (1988) mostraram que as multinacionais tendem a ter menores rácios de dívidas que as empresas norte americanas.

Os estudos de Özler e Taymaz (2004) e Taymaz e Özler (2007) aplicados na Turquia, para o período de 1983-2001, concluíram que as empresas estrangeiras tinham níveis de desempenho superiores às empresas nacionais quando eram estabelecidas pela primeira vez no mercado local, sendo estas, quase três vezes maiores do que os concorrentes domésticos. Justificaram que as empresas estrangeiras usavam mais tecnologias de capital intensivo, pagavam salários mais altos, tinham melhores acessos a fontes externas de financiamento, tornando-se assim mais rentáveis que as empresas domésticas.

Sobre cinco economias asiáticas (Hong Kong, Indonésia, Malásia, Singapura e Taiwan), num estudo para os anos de 1970 e 1996, Ramstetter (1999) verificou que as empresas multinacionais estrangeiras são geralmente grandes em exportações, pequenas em emprego e moderadas em termos de produção. O produto médio de trabalho e a propensão a exportar foi significativamente superior nas multinacionais estrangeiras que em empresas locais.

No Japão, o estudo de Delios e Beamish (1999) centram-se sobre o âmbito geográfico, a diversificação de produtos e o desempenho de 399 empresas japonesas. Demonstraram que o âmbito geográfico foi positivamente associado à rentabilidade da empresa, mas o desempenho não esteve correlacionado com o grau de diversificação de produtos. O desempenho foi mais elevado em empresas multinacionais; ou seja, a geografia, particularmente nas empresas com produtos altamente diversificados no Japão, tinham fortes associações positivas com o desempenho das empresas japonesas. Mais recentemente, Kimura e Kiyota (2007), observaram que, efetivamente, existiam diferenças

no desempenho corporativo entre empresas estrangeiras e empresas de capital nacional japonês nos anos 90. Observaram que as empresas estrangeiras tinham características superiores e alcançavam um crescimento mais rápido. Os investidores estrangeiros tendem a investir em empresas que são potencialmente mais rentáveis no futuro.

McGowan (2007) confirmou a existência de níveis mais elevados de margem de lucro líquida e ativo total para empresas estrangeiras, através de diferentes características financeiras que permitem diferenciar as empresas multinacionais de empresas nacionais. Na Áustria, em 1996, Gugler (1998) explorou a estrutura de propriedade de sociedades não financeiras e concluiu que as empresas estrangeiras causam impactos positivos na taxa de lucros.

Para o caso turco, Aydin et al. (2007), através duma análise comparativa do desempenho das empresas estrangeiras e das empresas de capital nacional turca, para o período de 2003-2004, concluíram que as empresas com participação estrangeira têm melhor desempenho do que as empresas de propriedade nacional em relação ao ROA. Por seu lado, a partir de dados anuais desde 2006, Basti e Bayyurt (2008) sugerem uma maior eficiência das empresas estrangeiras comparativamente às empresas de propriedade nacional.

Nos países da OCDE, a contribuição das filiais estrangeiras para o crescimento da produtividade do trabalho foi superior do que a contribuição das empresas nacionais, sobretudo nas indústrias onde se concentram níveis de intensidade tecnológicos elevados (Criscuolo, 2005a).

Relativamente ao caso de Portugal, durante o período 1982 a 1990, os resultados de Barbosa et al. (2004) sugerem que as empresas estrangeiras possuem capacidade de superar barreiras à entrada com a diferenciação do produto e a concentração industrial que afetam empresas nacionais. As empresas estrangeiras tinham expectativas diferentes sobre a rentabilidade comparativamente às empresas nacionais, com base na rentabilidade do passado. As empresas estrangeiras tentam explorar a vantagem de localização na Europa Ocidental, os baixos salários, e o facto de o mercado ser pequeno mas crescente. Freitas e Paes Mamede (2008) retiraram conclusões semelhantes para o período compreendido entre 1990 e 2005, na medida em que observaram que as empresas estrangeiras, em Portugal, têm um papel fundamental, uma vez que têm contribuído para que haja mais especialização tecnológica dos produtos.

Para conhecer se as empresas em Portugal diferem em termos de desempenho, Cardoso (2008) encontrou um impacto positivo e significativo na performance das empresas nacionais e estrangeiras, nos diferentes tipos de medidas utilizadas (rentabilidade e produtividade). Os seus resultados sugerem que empresas estrangeiras tendem a explorar melhor as economias de escala que as empresas nacionais, uma vez que tinham vantagens no tamanho, beneficiam de melhor acesso a mercados estrangeiros e tinham maiores capacidades de gestão para operar em ambientes mais complexos.

A longo prazo, o impacto do emprego criado por uma empresa estrangeira foi maior do que o impacto de um trabalho criado por uma empresa doméstica em Portugal. As empresas estrangeiras, no geral, eram mais produtivas do que as domésticas e, conseqüentemente, esta presença de propriedade estrangeira exerceu um efeito ascendente no nível de produtividade. Existiam externalidades positivas na presença de multinacionais, isto é, houve efeitos benéficos que se propagaram pelas empresas domésticas. Por consequência, as empresas domésticas que operavam em ambientes onde existia uma maior presença de capital estrangeiro tornam-se mais produtivas do que empresas que operavam em ambientes com pouca presença de capital estrangeiro (Farinha e Mata, 1996).

Luo e Tan (1998) compararam a escolha de estratégias entre empresas multinacionais e empresas chinesas que operavam num mercado emergente e concluíram que estas tinham diferentes estratégias. As empresas estrangeiras adotavam uma estratégia de observador e inovadora, uma vez que tinham que compensar as desvantagens da falta de apoios governamentais, o que por sua vez conduziu ao aumento da rentabilidade e competitividade e à exploração de potenciais mercados emergentes. No entanto, as empresas estatais, adotaram uma estratégia de defesa em períodos de transição económica, o que revelou que são menos inovadoras, corriam menores riscos e pretendiam apenas manter a rentabilidade com o apoio do governo. Em suma, a estratégia de observador levou a maior eficiência económica como a uma melhor posição competitiva nas empresas multinacionais, enquanto a estratégia de defesa gerou altos retornos sobre vendas e sobre ativos para as empresas locais.

Bellak (2004) realizou uma pesquisa empírica e estabeleceu uma relação entre o tamanho das lacunas do desempenho e os principais efeitos económicos do investimento direto estrangeiro sobre a economia *host*. Quando aumenta a participação das empresas

estrangeiras irá aumentar o desempenho médio da economia. Argumentou que existiam importantes falhas de mercado envolvidas que justificam a intervenção sob a forma de promoção de IDE.

### **2.2.2. PROPRIEDADE ESTRANGEIRA INFLUENCIA NEGATIVAMENTE A PERFORMANCE DAS EMPRESAS**

Num estudo baseado em dados financeiros para determinar se as multinacionais estrangeiras que operavam nos EUA desfrutavam de vantagens comparadas com as empresas nacionais, nos anos de 1980 a 1984, Kim e Lyn (1990) observaram que as empresas estrangeiras são menos rentáveis, uma vez que investiam mais em I&D intensivo e menos em publicidade, tendo níveis mais elevados de dívida combinada com maior liquidez. Assim as empresas norte americanas tendiam a ser, em média, mais eficientes do que as empresas estrangeiras.

Kumar (1984) avaliou no Reino Unido, se as empresas com produção no exterior diferem significativamente das empresas domésticas. As suas conclusões indicaram que não parecia haver relevância entre o grau de operações no exterior com o crescimento das empresas, apesar de que estas empresas possam exercer um impacto negativo sobre as taxas de lucros e os níveis de investimento.

Em Portugal, Rocha (2010) encontrou evidências que a propriedade estrangeira influencia negativamente a performance das empresas, em termos de crescimento do volume de negócios, para o período de 1985 a 2007.

### **2.2.3. PROPRIEDADE ESTRANGEIRA TEM EFEITO NEUTRO PARA EXPLICAR A PERFORMANCE DAS EMPRESAS**

Michel e Shaked (1986) analisaram o desempenho financeiro entre multinacionais e empresas domésticas norte-americanas e os seus resultados sugerem que as empresas domésticas parecem ter um risco ajustado relativamente superior, são menos capitalizados, têm maior risco total e maior risco de mercado. No entanto, não encontraram um fator significativo para explicar o desempenho superior das multinacionais em relação às domésticas.

O efeito do IDE sobre o emprego na China, para o período 1998-2004 foi avaliado por Karlsson et al. (2009). A comparação entre empresas revelou que não existiam distinções evidentes entre empresas estrangeiras e nacionais quanto ao desempenho das taxas de crescimento do emprego. No entanto, as empresas estrangeiras, em geral, tinham características mais vantajosas em relação às empresas locais, como o tamanho da empresa, produtividade de trabalho, salários e intensidade de capital.

Embora, Aydin et al. (2007) tenham encontrado melhorias no desempenho quanto à ROA, relativamente à margem de lucro operacional e à rentabilidade sobre o património, não encontraram evidências no desempenho das empresas.

Em Portugal, Rocha (2010) e Varum e Rocha (2010), avaliaram o efeito da propriedade estrangeira no crescimento do emprego em Portugal durante 20 anos, depois de controladas características da empresa e da indústria, não encontraram diferenças significativas entre multinacionais e nacionais.

O estudo realizado por Barbosa e Louri (2005) investigou se as empresas multinacionais que operavam em Portugal (em 1992) e na Grécia (em 1997) apresentavam desempenhos diferentes das empresas domésticas. Os resultados encontrados são semelhantes para as empresas na Grécia e em Portugal, uma vez que, em termos de propriedade, não se encontram diferenças significativas em relação aos seus desempenhos. Apenas quando os lucros brutos foram comparados, as empresas multinacionais tinham desempenhos significativamente melhores que as empresas nacionais. Quando consideradas apenas uma medida de rentabilidades, as multinacionais que operavam na Grécia eram significativamente mais lucrativas do que as empresas gregas. Para o caso português, as características das empresas não causaram diferenças significativas de desempenho, mas lançaram dúvidas sobre a hipótese que as empresas multinacionais tinham melhores desempenhos que as nacionais. Em ambos os países, a intensidade da presença estrangeira numa indústria pareceu ser neutra para a concorrência. Uma semelhança notável foi o efeito positivo da liquidez para explorar oportunidades rentáveis, enquanto o efeito da dívida desempenhou um papel negativo nas performances das empresas.

**Tabela 1 - Evidência empírica da performance das empresas estrangeiras e empresas nacionais**

AUTORES	PAÍS (PERÍODO)	METODOLOGIA	MEDIDA DE DESEMPENHO	IMPACTO
Kumar (1984)	Reino Unido (1968-1976)	OLS	Lucros	-
			Crescimento da empresa	n.s.
Benvignati (1987)	EUA (1975)	OLS, GLS	Lucros	+
Kim e Lyn (1990)	Reino Unido (1980-1984)	Análise Univariada e Procedimento de MAXR	Lucros	-
Gugler (1998)	Áustria (1996)	<i>Cross-section</i>	Taxa de retorno e lucros	+
Luo e Tan (1998)	China (1994)	Regressão Múltipla e Análise canónica	ROA e rentabilidade das vendas	-
Ramstetter (1999)	Ásia (1970-1996)	Estatística de Teste T	Produtividade	+
Delios e Beamish (1999)	Japão (1996)	PLS	ROA, ROE, ROS	+
Özler e Taymaz (2004)	Turquia (1983-1996)	Tobit	Crescimento do emprego	+
Bellak (2004)	-	-	Seleção de estudos	+
Criscuolo (2005a)	OCDE (1995-2001)	Estatística descritiva e análise de dados	Produtividade	+
Taymaz e Özler (2007)	Turquia (1983-2001)	Modelo de risco	Sobrevivência das empresas	+
Kimura e Kiyota (2007)	Japão (1994-1998)	Probit	ROA, ROE, produtividade	+
Aydin et al. (2007)	Turquia (2003-2004)	Estatística de teste T	ROA	+
			Lucros Operacionais	n.s.
			ROE	n.s.
Cardoso (2008)	Portugal (2006)	Probit	Taxa de lucros, retorno das vendas, produtividade	+
Karlsson et al. (2009)	China (1998-2004)	Painel	Crescimento do emprego	n.s.
Rocha (2010)	Portugal (1985-2007)	Painel	Crescimento do Volume de negócios	-
			Crescimento do emprego	n.s.

(+) Empresas estrangeiras afetam positivamente; (-) Empresas estrangeiras afetam negativamente; (n.s.) não significativo.

### **2.3. COMO A PROPRIEDADE ESTRANGEIRA INFLUENCIA A PERFORMANCE DAS EMPRESAS PERANTE CRISES ECONÓMICAS?**

Ao analisarmos o efeito da propriedade estrangeira e as diferenças de desempenho entre as empresas nacionais e as empresas estrangeiras, conclui-se pela literatura que não existe um consenso e que, até mesmo, são apresentados resultados díspares.

No que diz respeito a períodos de crise económica, a influência da propriedade estrangeira na performance das empresas tem sido um tema pouco explorado na literatura económica. No entanto, nos estudos empíricos encontrados, os resultados apontaram para efeitos distintos da propriedade estrangeira na performance das empresas perante crises. Por um lado, as empresas multinacionais estrangeiras podem apresentar um papel estabilizador durante as crises, e assim, a propriedade estrangeira causa um impacto positivo na performance das empresas no país de acolhimento durante as recessões (Fukao, 2001 e Chung et al., 2008). As empresas estrangeiras têm maiores facilidades de acesso ao crédito, o que permite enfrentar melhor os períodos mais conturbados e aproveitar oportunidades emergentes. Por outro lado, a propriedade estrangeira pode ser um agente destabilizador durante crises económicas (Lipsey, 2001 e Álvarez e Görg, 2009), uma vez que estas têm maior facilidade de transferência de instalações de produção. Ou então, a propriedade estrangeira não provoca influência sobre a performance das empresas durante desacelerações da economia (Álvarez e Görg, 2007).

Com isto em mente, pode-se dizer que a propriedade estrangeira pode contribuir para o aumento/diminuição das vendas e dos lucros quando obtêm um papel estabilizador/destabilizador da economia, respetivamente, durante crises económicas. Dada a ambiguidade de resultados relativamente a estas questões, no presente estudo realizamos uma revisão teórica e leitura empírica sobre o impacto da propriedade estrangeira na performance das empresas durante recessões.

Na tabela 2, resume-se os resultados dos estudos empíricos sobre esta questão, tendo em conta o seu horizonte temporal.

### **2.3.1. PROPRIEDADE ESTRANGEIRA INFLUENCIA POSITIVAMENTE A PERFORMANCE DAS EMPRESAS DURANTE CRISES ECONÓMICAS**

a) Durante períodos de crise:

Ao examinar se as empresas multinacionais eram mais *footloose* do que os seus homólogos nacionais no país de acolhimento, durante um período de crise na Irlanda, Görg e Strobl (2003), concluíram que as empresas multinacionais são mais propensas a sair do mercado do que as empresas domésticas, e que estas reagiram de formas diferentes a mudanças em fatores determinantes de sobrevivência. Assim comprovaram que as empresas multinacionais eram mais *footloose* do que as domésticas, uma vez que, foi-lhes mais fácil mover as suas instalações de produção, o que pode produzir efeitos negativos nas economias de acolhimento. Contudo, os resultados indicaram que as empresas reagiram de forma diferente às mudanças, nomeadamente no que respeita à persistência do emprego, e sugeriram que as multinacionais eram mais suscetíveis de criar novos postos de trabalho para longo prazo, enquanto as empresas domésticas baseavam-se na criação de emprego mais para curto prazo. Neste caso, as empresas multinacionais estavam em desvantagem em relação às domésticas, e estas desvantagens implicaram que as multinacionais estavam mais propensas a sair do país de acolhimento, caso não fossem capazes de superar essas dificuldades sectoriais. Em suma, os seus resultados revelaram a persistência de mudanças positivas no emprego.

Fukao (2001) encontrou diferenças entre as empresas multinacionais japonesas na orientação para o mercado. Os resultados encontrados revelaram que as subsidiárias orientadas para o mercado local foram atingidas por quedas acentuadas nas vendas, enquanto que as subsidiárias orientadas para a exportação, isto é, com índices de exportações/vendas superiores a 50%, aumentaram as suas vendas em 17% e quase duplicaram os seus lucros. Contudo, o impacto na média de emprego é muito menos significativo, com uma expansão inferior a 1%. Apesar de novos investimentos, a capacidade de expansões eram raras, e as subsidiárias japonesas preferiam manter os níveis de emprego mesmo quando as vendas diminuem. Uma explicação dada pelo autor foi a de que o sistema de produção japonês depende dos relacionamentos de longo prazo com os fornecedores e da acumulação de habilidades específicas da empresa, o que revelou que o IDE japonês foi acompanhado por grandes custos irrecuperáveis.

Durante a crise asiática de 1997, as empresas estrangeiras responderam eficazmente às incertezas ambientais, tirando partido de novos ambientes de política em cinco economias emergentes. Assim, Chung e Beamish (2005a) concluíram que estas empresas procuravam oportunidades de forma pró ativa, mas com estratégias de risco calculado. Relativamente às empresas mais velhas, que têm mais experiência e organização, estas apresentavam uma força de trabalho mais experiente que podiam extrair melhores benefícios para sobreviver à crise económica. Chung et al. (2008) compararam o desempenho das subsidiárias em tempos de crise económica asiática em relação a períodos estáveis em 5 países ASEAN. Os resultados encontrados pelos autores indicaram que era mais provável que a maior flexibilidade associada às redes multinacionais aumente o desempenho das subsidiárias operacionais em períodos de crise, em vez de em ambientes economicamente estáveis. Isto porque, os melhores acessos a recursos e as vantagens das ligações forneciam maior agilidade para se adaptarem.

Para uma amostra de empresas coreanas durante o período de 1996-1998, Lee e Makhija (2009) concluíram que as empresas estrangeiras tinham maiores capacidades de adaptar as suas operações globais perante mudanças ambientais imprevistas.

Em Portugal, Varum et al. (2010) encontraram diferenças entre empresas estrangeiras e nacionais, em tempos de crise. Verificaram que as empresas estrangeiras que operam com indústrias com tecnologia mais intensiva enfrentavam riscos mais baixos durante as crises e pareciam ser capazes de prosperar uma crise, atuando como potenciais agentes estabilizadores.

Recentemente, Rocha (2010) e Varum e Rocha (2010) analisaram o comportamento das empresas durante períodos de abrandamento da economia de 1985 a 2007 e os resultados encontrados sugeriram que a propriedade estrangeira possa ter afetado positivamente a taxa de crescimento do volume de vendas durante as recessões.

b) Depois dos períodos de crise:

Blalock et al. (2005) investigaram se a propriedade estrangeira afetou o investimento na sequência da crise financeira asiática. Após a desvalorização da moeda e um período em que o crédito interno diminuiu rapidamente, observou-se nas empresas domésticas exportadoras, um aumento dos lucros e expansão do emprego. Contudo, não se verificou um aumento no investimento, mesmo em condições de mercado propícias, tal

como sugere a teoria do comércio após uma desvalorização real, provavelmente devido a restrições de liquidez. Por seu lado, exportadores indonésios de propriedade estrangeira aumentaram os seus investimentos, o que poderá ser explicado pelo acesso ao crédito através da empresa-mãe e assim puderam precaver-se contra as restrições de liquidez. Observaram que cerca de 40% dos exportadores nacionais existentes antes da crise não continuaram a exportação depois da crise.

Os efeitos da crise da Indonésia entre 1997 a 1998, foram investigados por Narjoko e Hill (2007), e os seus resultados confirmaram que a propriedade estrangeira foi um fator determinante e altamente significativo para a recuperação das empresas, após períodos conturbados. No entanto, apenas as empresas com uma política externa de alta posse de ações (cerca de 40 por cento) apresentaram desempenho superior.

Ainda sobre a crise financeira asiática, foram estudados os fatores que determinaram a mudança no desempenho das empresas subsidiárias de quatro países ASEAN durante a crise. Wang et al. (2005), descobriram que o fator conhecimento experiencial da empresa-mãe é bastante significativo, e revelam condições favoráveis para as empresas permanecerem lucrativas ou ainda melhores após a crise. Grande parte das empresas estrangeiras parecem ter reagido positivamente no início, e a manutenção dessa posição pode ter ajudado a estabilizar as economias asiáticas após o período de crise. Também para a crise asiática, Chung e Beamish (2005b) examinaram os efeitos principais e a interação da estratégia de investimento e da estratégia de sobrevivência das empresas subsidiárias, e descobriram que as empresas subsidiárias tinham maior probabilidade de sobreviver nestes ambientes, do que as empresas locais. Embora este efeito de interação fosse positivo num ambiente de crise económica, não é um ambiente economicamente estável.

Apesar das crises económicas, as empresas transnacionais, sobretudo do sector financeiro, da Europa e do Norte da América registaram altos níveis de otimismo e compromissos de longo prazo com o Japão. Em Hong Kong e Singapura, em 1998, as empresas estrangeiras responderam positivamente às mudanças, sugerindo que a crise financeira acelerou reformas e um melhor ambiente de negócios (Poon e Thompson, 2001).

c) Antes e depois dos períodos de crise:

Através dos efeitos das restrições financeiras sobre o crescimento das empresas perante grandes depreciações, e para 25 mercados emergentes, Desai et al. (2004) concluíram que as multinacionais dos EUA aumentaram as vendas, ativos e investiram mais significativamente do que as empresas locais, durante e após as crises cambiais. Justificaram o melhor desempenho das multinacionais através da sua capacidade de usar mercados de capitais internos para capitalizar benefícios da competitividade nas grandes recessões, enquanto as empresas locais estavam mais vulneráveis às restrições de financiamento após depreciações. Mais recentemente, Desai et al. (2006) verificaram que o crescimento das empresas multinacionais foi maior depois das crises do que antes, e o crescimento das empresas locais foi menor após as amortizações do que antes. Contudo, as empresas multinacionais tinham quebras do lucro operacional para as empresas locais, após as depreciações. Utilizando a dimensão da empresa, os autores concluíram que as multinacionais expandiram mais ativos que as empresas locais após amortizações, e o crescimento dos seus ativos foi significativamente maior, durante e após as amortizações. As filiais das multinacionais tenderam a expandir vendas, ativos e investimentos posteriores para amortizações, enquanto as empresas nacionais não demonstraram grandes mudanças ou diminuição nas medidas de atividade operacional. Concluíram que as empresas multinacionais tenderam a atenuar os efeitos contracionistas de graves crises económicas, como por exemplo pela expansão da produção, embora não retiraram conclusões para as empresas locais. Também, segundo Desai et al. (2008), a capacidade de contornar dificuldades financeiras foi determinante nas diferenças às respostas de investimento. Isto resultou que, em mercados emergentes, as multinacionais expandiram a atividade económica em tempos de crises cambiais.

Foi analisado por Edgington e Hayter (2001), o impacto da crise monetária asiática de 1997 sobre o comportamento do investimento estrangeiro japonês no sector manufatureiro. Encontraram evidências de que grandes empresas têm mantido as suas operações e mudaram a orientação das suas exportações para ganhar com a produção asiática no exterior, bem como, evidências de que as multinacionais japonesas apontaram para um compromisso de longo prazo com a Ásia. No início de 1997, houve um aumento do IDE para a região, mas no ano seguinte os resultados indicaram uma queda substancial dos fluxos esperados de IDE, sendo que esta queda foi menor que o dano causado nas

vendas e no desempenho de lucro. Embora algumas empresas enfrentarem quedas nas vendas, o desinvestimento foi pouco notado, uma vez que, as empresas adaptaram-se e transformaram a mudança em oportunidades vantajosas.

O desempenho das multinacionais tem apresentado um papel importante em muitas indústrias transformadoras da Indonésia. O emprego e a produção das empresas multinacionais aumentaram de forma constante durante o rápido crescimento económico do início e meados da década de 90, e esse crescimento continuou até e após a crise de 1997-1998. As empresas estrangeiras tinham geralmente uma produtividade média de trabalho muito maior que em empresas nacionais (Takii e Ramstetter, 2005).

### **2.3.2. PROPRIEDADE ESTRANGEIRA INFLUENCIA NEGATIVAMENTE A PERFORMANCE DAS EMPRESAS DURANTE CRISES ECONÓMICAS**

No estudo de Álvarez e Görg (2009), sobre a economia chilena, as empresas estrangeiras eram mais voláteis sob instabilidade económica. No início da crise, as empresas multinacionais tinham taxas de saída da economia significativamente menores que as empresas domésticas (tal como Görg e Strobl, 2003). Durante a crise, as taxas de saída das empresas aumentaram significativamente, tanto para multinacionais como para empresas domésticas.

Em termos de crescimento do emprego numa grande de filiais japonesas, durante a crise financeira asiática (1995-1999), os resultados de Belderbos e Zou (2007) permitiram concluir que as *joint ventures* eram menos flexíveis que as filiais integrais, na resposta às mudanças das condições ambientais no país anfitrião.

Lipsey, R. (2001) investigou como as empresas multinacionais dos EUA se comportaram nos países de acolhimentos em três crises financeiras distintas (México, Ásia de Leste e América Latina), e concluíram que estas reagiram melhor à crise do que as empresas nacionais. As multinacionais transferiram as suas vendas a partir do país de acolhimento para os mercados de exportação, por um período mais longo do que outras empresas do país de acolhimento, o que provocou a redução das suas vendas locais. Concluíram que, as filiais dos EUA tendem a sustentar os níveis de despesa de capital durante as crises.

Em Portugal, Varum e Rocha (2010) concluíram que a propriedade estrangeira afetou negativamente o crescimento do emprego. E as empresas mais pequenas foram afetadas severamente pelas crises.

### **2.3.3. PROPRIEDADE ESTRANGEIRA SEM INFLUÊNCIA SOBRE A PERFORMANCE DAS EMPRESAS DURANTE CRISES ECONÓMICAS**

Álvarez e Görg (2007) esperavam que existissem diferentes reações à crise económica entre empresas multinacionais e nacionais, uma vez que o acesso ao financiamento externo se torna mais difícil em períodos de recessão e que, como as empresas multinacionais foram menos dependentes destas operações, seriam, consequentemente, menos afetadas em crises económicas. No entanto, constataram que o crescimento do emprego tinha sido drasticamente reduzido durante as crises económicas, mas não encontraram evidências de que as multinacionais reagiram de forma diferente às crises que as empresas nacionais. Testaram se existiram diferentes trajetórias de crescimento do emprego nas indústrias de acordo com o seu grau de dependência do financiamento externo e encontraram evidências de que as empresas cresceram menos durante a crise, mas também não encontram evidências da existência de reações diferentes entre empresas nacionais e multinacionais, na presença de choques negativos na economia.

Barbosa et al. (2007) tendo em conta os períodos de crescimento e de abrandamento económico português não verificaram uma sensibilidade diferenciada do investimento às diferentes variáveis financeiras ao longo do ciclo económico. Encontraram uma relação negativa entre as variáveis que medem a pressão financeira das empresas e o respetivo investimento, mas a sensibilidade não é uniforme, pois dependiam de características específicas das empresas.

Muito recentemente, Rocha (2010) não encontrou diferenças significativas entre empresas domésticas portuguesas e empresas estrangeiras, no que respeita o aumento do crescimento do emprego durante recessões económicas. Os resultados indicaram que as multinacionais estrangeiras não exerceram um efeito destabilizador da economia, mas também não tinham um papel potenciador na recuperação económica.

**Tabela 2 - Evidência empírica sobre a reação das empresas perante crises económicas**

AUTORES	PAÍS	CRISE	METODOLOGIA	MEDIDA	IMPACTO
Edgington e Hayter (2001)	5 países da ASEAN (1990s)	Crise financeira do este Asiático 1997	Estatística descritiva e estudos de caso	Investimentos e exportações	+
Fukao (2001)	5 países da Ásia(1996-1997)	Crise financeira do este Asiático 1997	Tobit e OLS	Crescimento do emprego das vendas e dos lucros	+
Lipseý (2001)	América Latina, México e Este da Ásia (1980s e 1990s)	Crise financeira da América latina 1982; México 1994; Este da Ásia 1997	Estatística descritiva	Emprego, vendas e exportações	-
Görg e Strobl (2003)	Irlanda (1973-1996)	Ciclo sector específico	Modelo de risco proporcionalidade de Cox	Sobrevivência das empresas	-
				Persistência do emprego	+
Desai et al. (2004)	25 Economias emergentes (1991-1999)	Depreciação da moeda	Painel e análise bi-variada	Vendas e ativos, taxa de crescimento de vendas e taxa crescimento de ativos	+
Chung e Beamish (2005a)	5 países da ASEAN (1993-1999)	Crise financeira do este Asiático 1997	Modelo de risco proporcionalidade de Cox	Sobrevivência das empresas	+
Wang et al. (2005)	4 países da ASEAN (1996-1998)	Crise financeira do este Asiático 1997	Logit e estatística descritiva	Mudança do desempenho 1996-1998	+
Álvarez e Görg (2007)	Chile (1990-2000)	Crise económica do Chile (1995-2000)	Diferença em diferenças, Estimção de dois passos de Heckman	Crescimento do emprego	n.s.
Belderbos e Zou (2007)	9 países da Ásia (1995-1999)	Crise financeira do este Asiático 1997	Probit; Estimção de dois passos de Heckman	Crescimento do emprego	?
Chung et al. (2008)	5 países da ASEAN (1994-1999)	Crise financeira do este Asiático 1997	Modelo de risco proporcionalidade de Cox; Estimção efeitos aleatórios	Saída e lucro das subsidiárias	+
Álvarez e Görg (2009)	Chile (1990-2001)	Crise económica do Chile (1995-2001)	Probit	Sobrevivência das empresas	-
Lee e Makhija (2009)	Coreia (1996-1998)	Crise financeira do este Asiático 1997	Cross-section	Q-Tobin	+
Rocha (2010)	Portugal (1985-2007)	Crise de 1991-1993 e 2001-2003	Painel	Crescimento do Volume de Negócios	+
				Crescimento do emprego	n.s.

(+) Empresas estrangeiras afetam positivamente; (-) Empresas estrangeiras afetam negativamente;

(n.s.) não significativo; (?) Resultados mistos.

## 2.4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Através da análise empírica é notório que não existe consenso sobre os efeitos da propriedade estrangeira na performance das empresas e nos impactos das performances das empresas perante situações económicas adversas. Embora se denote que, em grande parte dos estudos, a existência de propriedade estrangeira influencia positivamente a performance das empresas no país de acolhimento. Além disso, existem evidências de uma influência positiva da propriedade estrangeira na performance das empresas durante os períodos de recessão. As vantagens específicas da propriedade estrangeira podem facilitar o desempenho da empresa nos países de acolhimento. As multinacionais recorrem à produção internacional principalmente em busca de melhores recursos, melhor eficiência e mercados de maior dimensão. Nesta linha, sugere-se a hipótese de que:

H<sub>1</sub>: as empresas estrangeiras têm vantagens superiores às empresas domésticas ao nível do desempenho.

Considerámos ainda que as empresas domésticas e estrangeiras diferem num conjunto de fatores potenciais que afetam a performance das empresas durante recessões, como a dimensão, localização, grau de intensidade tecnológica, endividamento e solvabilidade. Geralmente, estes fatores têm contribuído para a influência positiva da propriedade estrangeira na performance das empresas durante períodos de crise, o que nos conduz à segunda hipótese de que:

H<sub>2</sub>: as empresas estrangeiras têm vantagens superiores às empresas domésticas ao nível do desempenho, durante períodos de crise.

Assim, na nossa análise e tendo em conta a literatura, investigamos se existem diferenças significativas no desempenho da empresa, tanto em condições normais como em ambientes de crise. Nos capítulos seguintes visualizamos a parte descritiva dos dados utilizando gráficos e recolhemos as primeiras conclusões. É também apresentada a metodologia adotada e procuram-se as respostas às questões apresentadas através do modelo econométrico escolhido, expondo os resultados empíricos e respetivas conclusões.



**CAPÍTULO 3**  
**PERFORMANCE DAS EMPRESAS ESTRANGEIRAS E DOMÉSTICAS:**  
**METODOLOGIA E ESTATÍSTICA DESCRITIVA**

**3.1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS**

Pela análise da revisão bibliografia, conclui-se que as empresas nacionais e estrangeiras comportam-se de diferentes formas em períodos de recessão e em períodos mais estáveis, e ambas são importantes numa economia globalizada. No entanto, denota-se alguma escassez de literatura relativamente à influência da propriedade estrangeira nas performances das empresas mediante a análise de dados financeiros.

Com a crise financeira atual em Portugal, torna-se pertinente a avaliação financeira das empresas durante os períodos de crise. Assim, nesta tese pretende-se testar se a propriedade estrangeira influencia positivamente a performance financeira das empresas e se durante uma crise financeira em Portugal a influência da propriedade estrangeira também é positiva.

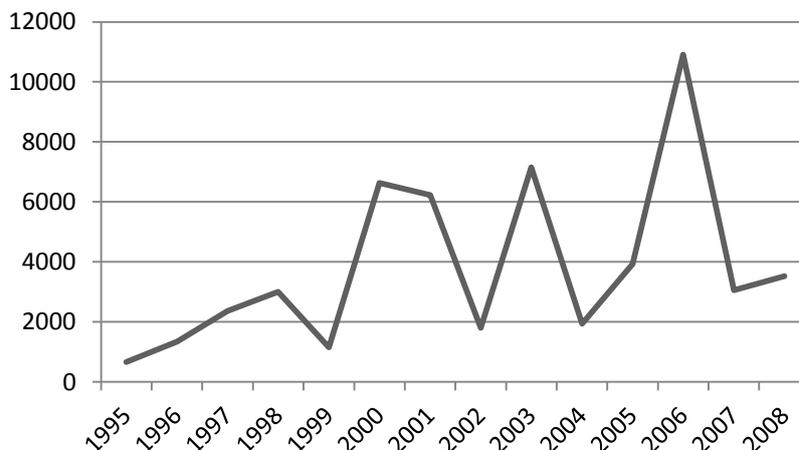
Neste capítulo em específico, explora-se a metodologia do estudo, aborda-se o contexto português e através da base de dados realizamos uma análise comparativa do desempenho entre empresas domésticas e empresas estrangeiras.

**3.2. METODOLOGIA**

**3.2.1. O CONTEXTO DE APLICAÇÃO: PORTUGAL**

Com a entrada de Portugal na CEE em 1986, o IDE assumiu um papel importante no processo de integração. O IDE em Portugal aumentou consideravelmente e ainda hoje as empresas estrangeiras constituem uma importante fonte no país, como se verifica no gráfico abaixo. O governo português tomou uma série de medidas importantes para abrir a economia, através da remoção de restrições sectoriais e oferecendo incentivos para promover o investimento proveniente do exterior (OCDE, 1994).

**Gráfico 1 - Influxos de Investimento direto estrangeiro em Portugal, em milhões de dólares**

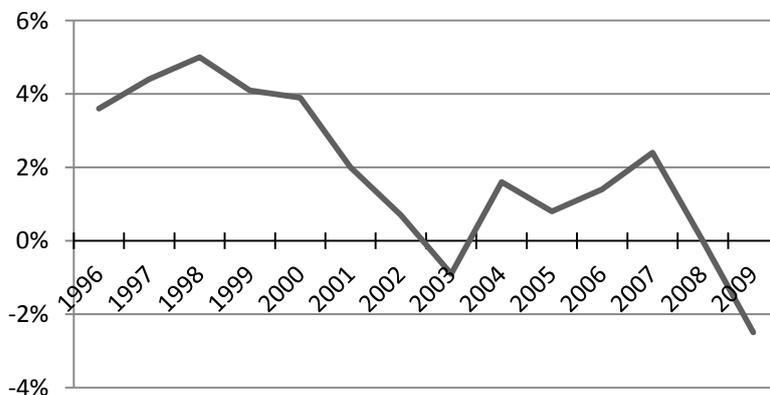


Fonte: OCDE (2010)

Barbosa et al. (2004) analisaram o processo de entrada de IDE em sectores industriais portugueses e os seus resultados sugerem que as empresas estrangeiras possuem capacidades de superar barreiras à entrada como, por exemplo, na diferenciação do produto e na concentração industrial. As empresas estrangeiras tentam explorar a vantagem da localização na Europa Ocidental, os baixos salários e facto do mercado português ser pequeno mas crescente.

No presente estudo, utilizamos dados financeiros para um período compreendido entre 1996 a 2009, onde se encontra períodos estáveis mas também ambientes de crise, nomeadamente, entre 2001 a 2003 e entre meados de 2007 a 2009, períodos esses caracterizados por quebras no PIB, como é visível no gráfico 1.

**Gráfico 2 - Taxa de crescimento anual do PIB real Português**



Fonte: OCDE (2011)

Em Portugal, alguns estudos analisam as diferenças entre empresas estrangeiras e empresas domésticas comparativamente ao seu desempenho em condições normais e em condições adversas. Freitas e Paes Mamede (2008) indicaram que a presença de multinacionais estrangeiras contribuíram para a regeneração e modernização da produção industrial português, através de uma mudança do padrão de especialização portuguesa. As evidências sugerem que o IDE tem desempenhado um papel relevante tanto no crescimento das exportações como no aumento da rentabilidade.

Para conhecer se as empresas em Portugal diferem em termos de desempenho, Cardoso (2008) encontrou um impacto positivo e significativo na performance das empresas nacionais e estrangeiras, nos diferentes tipos de medidas utilizadas (rentabilidade e produtividade).

Rocha (2010) encontrou evidências de que em Portugal, a propriedade estrangeira diminuiu o crescimento do volume de negócios, mas não afetou o crescimento do emprego, para o período de 1985 a 2007. Durante períodos de abrandamento económico, a taxa de crescimento do volume de vendas foi influenciado positivamente pela propriedade estrangeira. No entanto, Varum e Rocha (2010) concluíram que a propriedade estrangeira não produz efeitos no crescimento do emprego, entre 1988 a 2007. Mas durante recessões a propriedade estrangeira pode afetar positivamente o crescimento das vendas e negativamente o crescimento do emprego. Varum et al. (2010) que as empresas estrangeiras que operavam em indústrias com níveis de intensidade tecnológica mais intensiva enfrentaram riscos mais baixos durante as crises e tinham maiores capacidades de prosperar numa crise.

### **3.2.2. A BASE DE DADOS**

#### **3.2.2.1. CONSTRUÇÃO DA BASE DE DADOS**

A base de dados utilizada pertence à Informa D&B, publicada pela revista Exame, onde são caracterizadas anualmente as 500 maiores e melhores empresas em Portugal. A construção de uma base de dados completa para o período de 1996 a 2009, implicou a dedicação de vários meses de trabalho analisando vários e complexos ficheiros de cálculo. Como o ficheiro único que serve de base de dados ao presente

estudo foi construído através de elaboração própria, podemos argumentar que o mesmo dota este estudo de qualidades únicas e exclusivas.

Após a obtenção dos 14 ficheiros do Top 500 maiores e melhores empresas, correspondentes a cada ano, foi necessário separar anualmente as empresas estrangeiras<sup>1</sup> das empresas nacionais, o que deu origem a dois ficheiros separados. Depois da separação dos dois tipos de propriedade, para cada ano eram visualizadas quais as empresas que eram comuns, juntando-as e ordenando-as. Nessa fase, eram também adicionadas todas as empresas que até aquela data ainda não tinham aparecido no Top. Após todas as empresas estarem agrupadas por anos, foi possível identificar 1219 empresas (797 empresas nacionais e 422 empresas estrangeiras). Devido à existência de vários valores em falta, foi necessário retirar da amostra algumas empresas, que resultou um total de 887 empresas, das quais 326 são empresas estrangeiras e 561 são empresas nacionais.

Depois de vários meses de trabalho dedicados à construção da base de dados, conseguiu-se realizar uma análise comparativa entre empresas estrangeiras e empresas nacionais.

### **3.2.2.2. DESCRIÇÃO DA BASE DE DADOS**

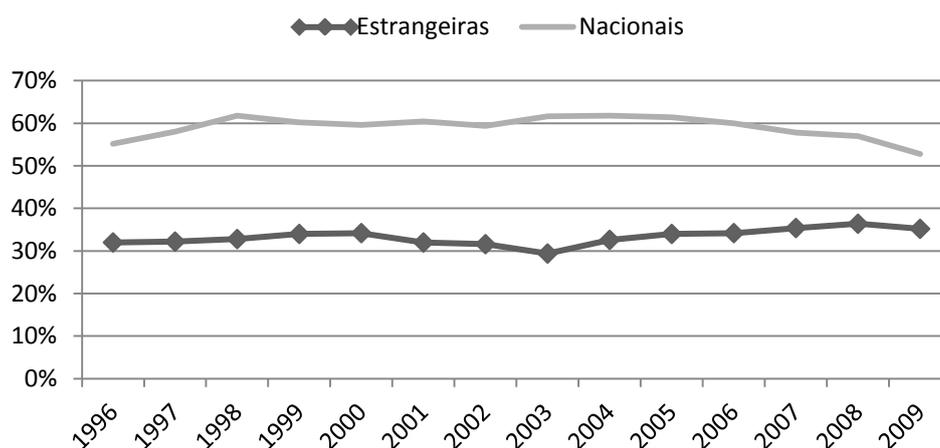
#### **A) NÚMERO DE EMPRESAS ESTRANGEIRAS E DOMÉSTICAS**

Com a construção e organização da base de dados, para o período de 1996 a 2009, obtemos 887 empresas, das quais 326 são estrangeiras (36,75% do total de empresas) e 561 são nacionais (63,24%). Através do gráfico 3, observou-se que as empresas nacionais são as que predominam, permanecendo todos os anos no Top 500, com uma percentagem superior a 50%, comparativamente às empresas estrangeiras.

---

<sup>1</sup> A UNCTAD considera que basta deter cerca de 10% do capital de uma empresa estrangeira para a controlar.

**Gráfico 3 - Percentagem de empresas por ano**



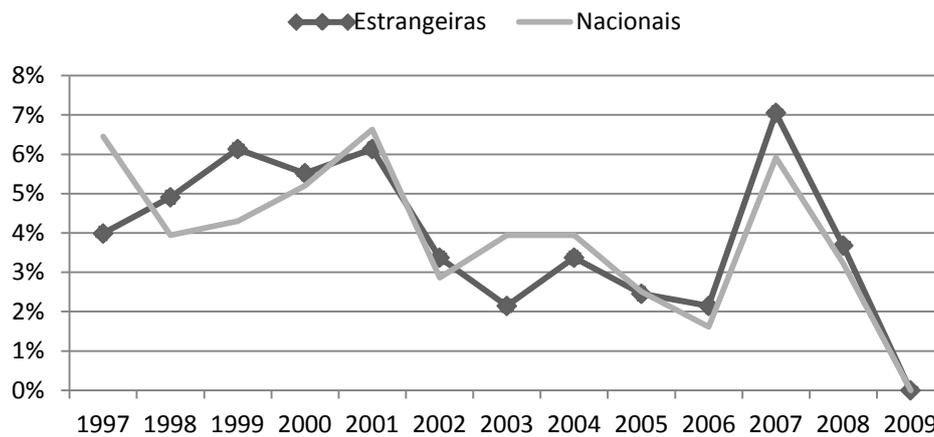
Os dados são caracterizados como dados económicos e financeiros, uma vez que tratam de variáveis como rentabilidades, produtividade, solvabilidade e endividamento. A consideração deste tipo de dados permite-nos realizar uma análise de desempenho financeiro entre as grandes empresas em Portugal. Os dados utilizados nesta amostra estão em milhares de euros. Para ingressar no Top 500, a seleção das empresas foi baseada no volume de vendas, considerando um máximo de 20 empresas em cada sector.

Para além desta base de dados, foram utilizados dados das estatísticas da OCDE para análise macroeconómica, como é o caso da taxa de crescimento anual do PIB real português e os influxos do IDE.

#### **B) ENTRADA DE NOVAS EMPRESAS PARA O TOP 500 MAIORES E MELHORES**

Ao longo da amostra, existem algumas empresas que permanecem no Top 500 das maiores e melhores empresas e outras que desaparecem para dar lugar a empresas que tenham evoluído mais nesse ano. Para o período em questão, realizamos uma contagem para verificar quantas empresas nacionais e estrangeiras entram em cada ano a partir de 1996.

**Gráfico 4 - Percentagem de entradas no Top 500**



De acordo com Gráfico acima, verifica-se que desde 1996 o número de entradas das empresas para o Top 500 das maiores e melhores empresas foi distinto em algumas ocasiões e semelhante noutros períodos. Ao longo da amostra entraram cerca de 282 novas empresas nacionais e 166 empresas estrangeiras. Verifica-se que, no início da crise económica de 2001, houve um aumento significativo de entradas no Top, sobretudo de empresas nacionais. A partir dessa data e até 2006, o número de entradas diminuiu significativamente (observando apenas um aumento ligeiro durante esse período). É interessante que em períodos em que o ambiente económico começa a ficar instável (2001 e 2007), o número de entradas para o Top aumenta consideravelmente e volta a decrescer no período seguinte.

### **C) LIMITAÇÕES DA BASE DE DADOS**

Contudo, a base de dados tem limitações para a nossa análise. Uma delas prende-se com o facto de não serem conhecidos os valores para os anos em que as empresas não se encontram no Top 500, o que não significa que a empresa tenha saído do mercado, mas pode indicar que a empresa não tenha disponibilizado os dados ou que esta tenha sido ultrapassada por outras empresas que tenham crescido em termos de desempenho nesse ano.

Outra das lacunas é a de que a Informa D&B, apenas refere qual a proveniência do capital acionista das empresas e, para as empresas estrangeiras, indica o país de origem do capital, não especificando qual a percentagem de participação de capital de cada uma.

### **3.3. ANÁLISE COMPARATIVA DAS EMPRESAS ESTRANGEIRAS E DOMÉSTICAS EM PORTUGAL**

De seguida, procurou-se apresentar uma comparação entre empresas estrangeiras e domésticas, com base num conjunto de variáveis, as quais serão utilizadas posteriormente no modelo econométrico (capítulo 4). São expostas diferenças entre as empresas em termos de variáveis de performance e outras variáveis. As variáveis permitem analisar o desempenho das empresas que podem indicar diferenças significativas entre os grupos em análise.

#### **3.3.1. VARIÁVEIS DE PERFORMANCE**

##### **A) VENDAS**

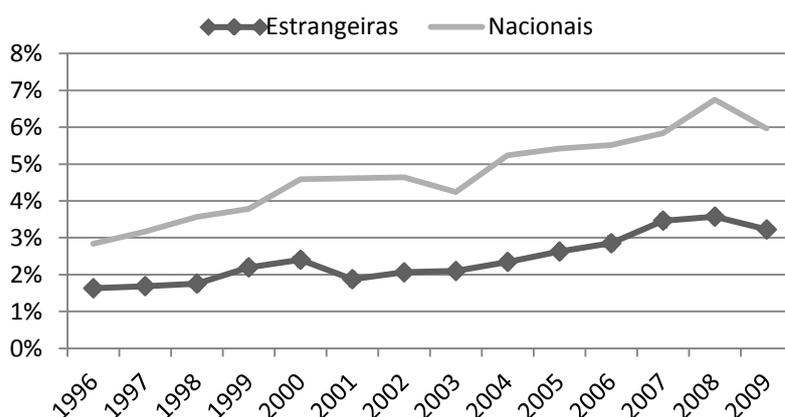
As vendas correspondem ao valor das vendas de produtos mais as prestações de serviços, consideraram os valores líquidos de descontos e as devoluções de clientes.

Na literatura, é várias vezes referido que, em períodos de recessão económica e financeira, o valor das vendas tende a diminuir (Gertler e Gilchrist, 1994; Edgington e Hayter, 2001, e Higson et al., 2002). No entanto, a queda das vendas pouco influenciou o investimento, indicando que algumas empresas adaptaram-se e transformaram a mudança em oportunidades vantajosas, conforme apresentado no estudo de Edgington e Hayter (2001).

Através de uma análise de mais de 13500 empresas num total de 42 países, e considerando 12 grandes recessões entre 1997 e 2000, Forbes (2002) analisou o desempenho das empresas com base no impacto causado sobre as vendas. Conclui que as empresas com maior exposição a vendas externas têm um desempenho significativamente melhor após amortizações.

Através da análise do gráfico seguinte é possível concluir que as empresas nacionais apresentam um nível do valor total das vendas superior ao das empresas estrangeiras. Verifica-se que existe uma tendência de crescimento nas vendas, sendo essa evolução acompanhada tanto pelas empresas nacionais como pelas multinacionais estrangeiras. Tal como verificado noutros estudos, conclui-se que, em períodos de crise, as vendas registam quedas, embora sejam pouco acentuadas.

**Gráfico 5 - Valor total das vendas, empresas nacionais e estrangeiras (%)**



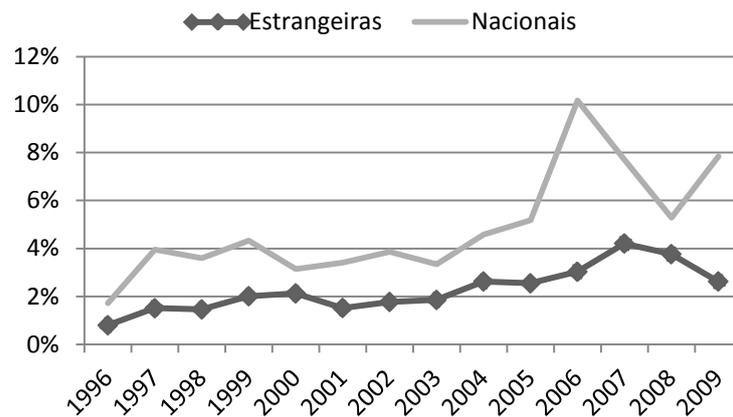
## **B) LUCROS**

A variável lucro corresponde ao valor do lucro (ou prejuízo) apresentado no balanço das empresas, e considera o valor líquido de impostos e os resultados extraordinários.

Barbosa e Louri (2005) concluíram que, no caso de empresas portuguesas em 1992, as suas características próprias não implicaram diferenças significativas no desempenho ao nível dos lucros, lançando algumas dúvidas sobre a hipótese de que as empresas multinacionais têm melhores desempenhos do que as nacionais.

Para o período em análise, as empresas nacionais superam o valor total dos lucros das empresas estrangeiras. Tal como na variável vendas, observa-se uma certa tendência de crescimento dos lucros e a evolução é acompanhada tanto pelas empresas domésticas como pelas multinacionais estrangeiras. Por seu lado, as empresas nacionais apresentam um acréscimo do valor total dos lucros significativo no ano 2005, logo seguido por uma queda que se evidencia na amostra. Denota-se que em períodos de desaceleração económica, o valor dos lucros diminui, embora a diminuição seja pouco significativa na primeira crise da amostra; no entanto no segundo período de crise, as reduções dos lucros são bastante notórias (Gráfico 6).

**Gráfico 6 - Valor total dos lucros, empresas nacionais e estrangeiras (%)**

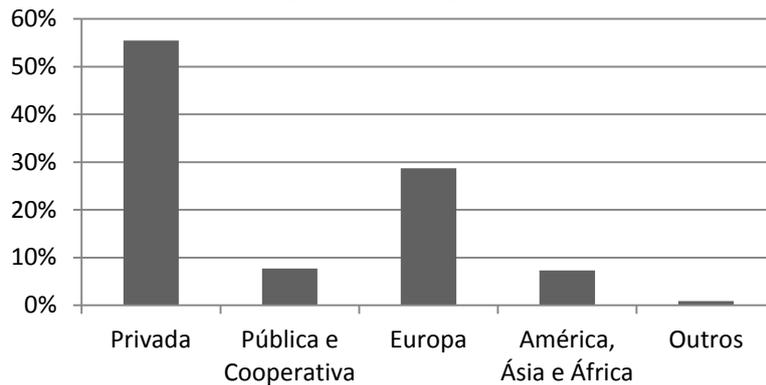


### 3.3.2. OUTRAS VARIÁVEIS

#### A) ORIGEM E SEDE DAS EMPRESAS NACIONAIS E ESTRANGEIRAS

As empresas nacionais podem ser divididas por sector público, privado e cooperativo, e as empresas estrangeiras pelo seu país de origem. Pelo Gráfico 7 observa-se que a amostra é constituída maioritariamente por empresas nacionais privadas e quase cerca de 30% das empresas são estrangeiras oriundas da Europa. Os cerca de 1% (nomeada como Outros) são relativos a empresas com controlo acionista repartido por dois países diferentes. O facto de as empresas estrangeiras conseguirem colocar-se em destaque no investimento direto estrangeiro em Portugal, justifica-se por questão de proximidade geográfica entre os países (Chidlow et al., 2009). Os autores Kang e Lee (2007) e Ang (2008) consideram o tamanho de mercado como uma variável relevante e significativa para a decisão de localização das empresas multinacionais.

**Gráfico 7 - Percentagem de empresas por origem do controlo acionista**



Na literatura económica internacional, a variável relativa à aglomeração também é considerada como um determinante importante para novos investimentos. Segundo Kang e Lee (2005) esta variável é influenciada por redes de transportes, interações de comércio, distanciamento entre países e variáveis de infraestruturas segundo. E há evidências estatisticamente significativas, para o caso de Portugal, de que a distância entre cidades principais é relevante, uma vez que, as empresas estrangeiras tendem a investir em locais com grande concentração (Guimarães et al., 2000). Para o caso do Reino Unido, Driffiels e Munday (2000), tendo em conta que o grau do investimento estrangeiro numa indústria e a aglomeração espacial da indústria são fatores importantes de vantagem comparativas, encontraram evidências dos benefícios da aglomeração, tanto em empresas nacionais como estrangeiras.

Para os EUA, Shaver e Flyer (2000) mencionam que as empresas contribuem para a externalidade da aglomeração, para além de beneficiar da externalidade. As empresas em indústrias com melhores níveis de intensidade tecnológica, capital humano e fornecedores têm pouca motivação para *clusters* geográficos, apesar da existência de economias de aglomeração, porque sofrem quando as suas tecnologias e funcionários se transferem para os concorrentes. No entanto, empresas em indústrias com níveis tecnológicos mais baixos, a nível de capital e de fornecedores, são motivados a localizar-se em *clusters*.

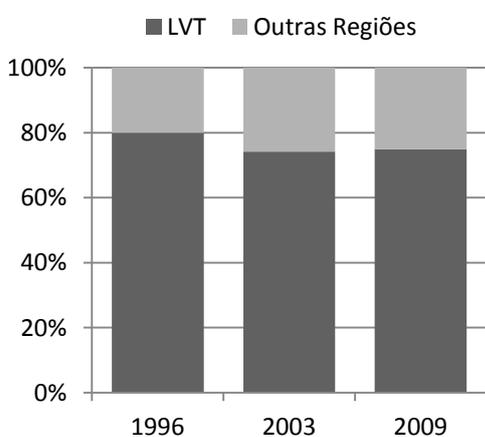
No caso japonês, Delios e Beamish (1999) concluíram que o desempenho é mais elevado em empresas multinacionais, indicando, portanto, que a geografia tem fortes associações positivas com o desempenho das empresas japonesas.

Por outro lado, Bronzini (2007) mostrou nos seus resultados que as externalidades da localização incentivam os fluxos de IDE, mas as economias de

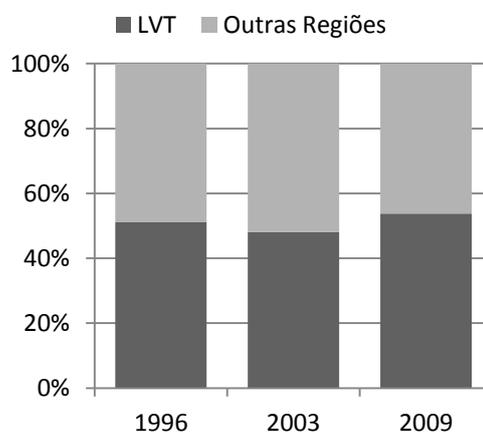
urbanização não têm impacto no investimento estrangeiro. Portanto, a localização das grandes empresas não parece afetar as decisões dos investidores estrangeiros.

Relativamente à nossa amostra, quanto à sede das empresas em Portugal, verifica-se que as empresas estrangeiras concentram-se maioritariamente (80%) na região de Lisboa e Vale do Tejo, provavelmente por ser um centro urbano onde podem aproveitar externalidades da aglomeração. Já no caso das empresas nacionais, encontra-se um equilíbrio maior entre LVT e outras regiões. No entanto, tanto em empresas nacionais como em empresas estrangeiras verifica-se uma grande concentração na região urbana no centro do país (Gráficos 8 e 9).

**Gráfico 8 - Localização das empresas estrangeiras**



**Gráfico 9 - Localização das empresas nacionais**



## **B) DISTRIBUIÇÃO DAS EMPRESAS SEGUNDO O GRAU DE INTENSIDADE TECNOLÓGICA**

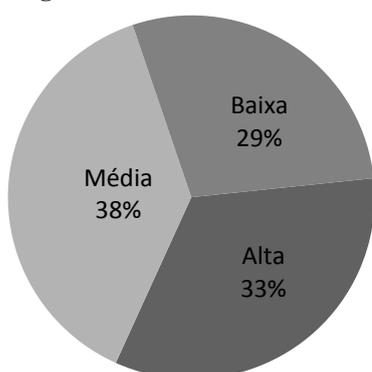
A OCDE classifica os sectores em quatro grupos principais de intensidade tecnológica, através destes quadros do nível tecnológico classificou-se a atividade das empresas da amostra em três níveis distintos: alta (corresponde a alta e média-alta intensidade tecnológica), média (equivale a média-baixa intensidade tecnológica) e baixa (pertence a baixa intensidade tecnológica).

Os resultados obtidos num estudo de Varum et al. (2010) sugerem que, tanto para empresas nacionais como para empresas estrangeiras, o nível de intensidade tecnológica tem um impacto positivo na sobrevivência das empresas. Concluíram também que a melhoria da intensidade da atividade tecnológica das empresas pode aperfeiçoar as suas perspetivas de sobrevivência e que alguns estabilizadores podem

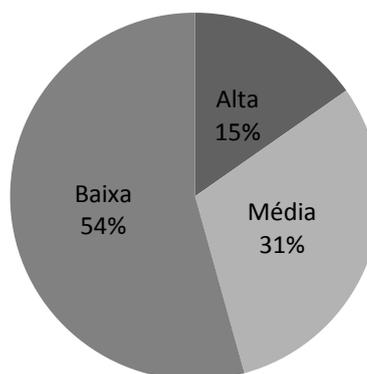
surgir efeitos da presença de multinacionais estrangeiras em indústrias de altos níveis de intensidade tecnológica durante as crises.

Em Portugal, as empresas estrangeiras caracterizam-se da seguinte forma: em média, 38% estão em indústrias com níveis médios de intensidade tecnológica, 33% da média das empresas estrangeiras em indústrias são caracterizadas como de alta tecnologia e em média, 29% estão em indústrias com níveis de atividade tecnológica baixa. No caso das empresas nacionais, verifica-se, em média, uma maior abundância de indústrias com baixos níveis de intensidade tecnológica (54%) e uma percentagem bastante menor de indústrias com níveis de atividade tecnológica mais elevada (15%) comparativamente às empresas estrangeiras (Gráficos 10 e 11).

**Gráfico 10 – Nível médio de indústrias com intensidade tecnológica, empresas estrangeiras**



**Gráfico 11 - Nível médio de indústrias com intensidade tecnológica, empresas nacionais**

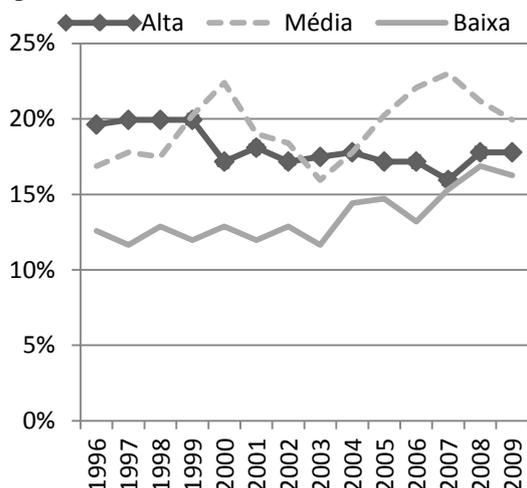


No caso das empresas estrangeiras (Gráfico 12) observa-se que entre 1996 e 1999 apresentavam-se em indústrias com níveis de intensidade tecnológica mais elevados, sendo que a partir de 1999 (com exceção para o ano de 2003, ano em que o PIB português atinge um dos valores mais baixos para o período desta amostra) existem mais empresas em indústrias de nível de intensidade média de tecnologia. Em contraste, uma pequena percentagem de empresas estrangeiras estão em indústrias classificadas como de baixa tecnologia (menos que 15%), embora, a partir de 2006, as percentagens tenham subido, atingindo os 17% em 2008.

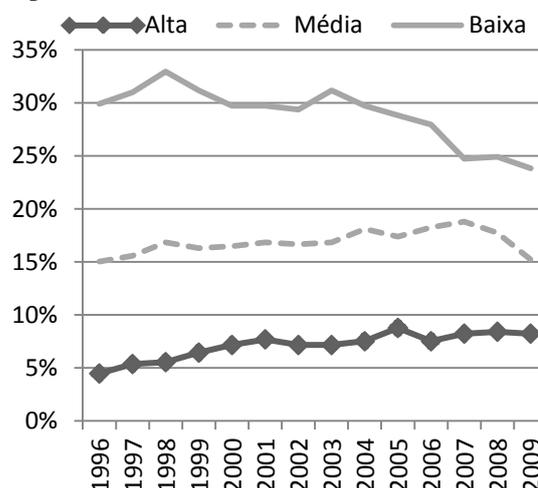
Através do Gráfico 13, é visível que as empresas nacionais estão maioritariamente em indústrias com baixos níveis de intensidade tecnológica e esta tende a descer ligeiramente até ao final de 2009, enquanto que empresas em indústrias com altos e médios níveis de intensidade tecnológica não passam dos 20% nem dos

10%, respectivamente. No entanto, salienta-se que, no final do período da amostra, as empresas nacionais têm vindo a apresentar um pequeno aumento de indústrias classificadas com níveis mais elevados de intensidade de tecnologia.

**Gráfico 12 - Nível de intensidade tecnológica das empresas estrangeiras pelo total de empresas**



**Gráfico 13 - Nível de intensidade tecnológica das empresas nacionais pelo total de empresas**



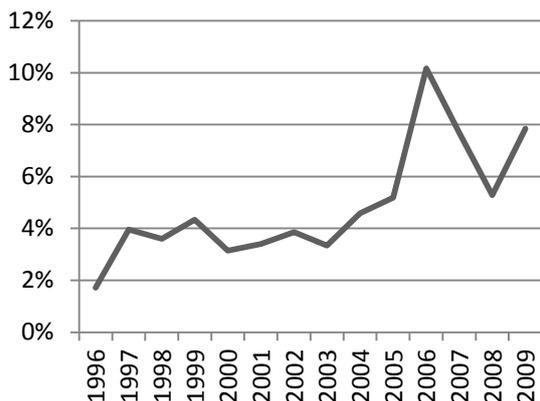
Barbosa e Louri (2005) consideram que as empresas que operam em Portugal conseguem melhorar o seu desempenho se escolherem utilizar tecnologias de capital intensivo, enquanto as empresas na Grécia são mais propensas a escolher tecnologia como uma forma de melhorar o desempenho.

Se avaliarmos os valores totais dos lucros das empresas nacionais de acordo com os níveis tecnológicos das indústrias, reconhece-se sobretudo que as empresas em indústrias com nível de intensidade tecnológica média acompanharam a evolução dos valores totais dos lucros como um todo, e são as indústrias que apresentam maior participação. As empresas em indústrias com níveis de intensidade tecnológica elevada, pouco evoluem ao longo dos anos, mantendo-se entre os 1% e 2% do valor total dos lucros. Verifica-se também algo semelhante para as empresas em indústrias com baixos níveis de intensidade tecnológica. Embora estas apresentem uma maior variação, contudo ainda relativamente baixa (de 0,4% e máximo de 3,7%), dos lucros totais, observa-se um pequeno acréscimo desde 2002 até 2007 e posterior decréscimo em 2008 (Gráficos 14 e 15).

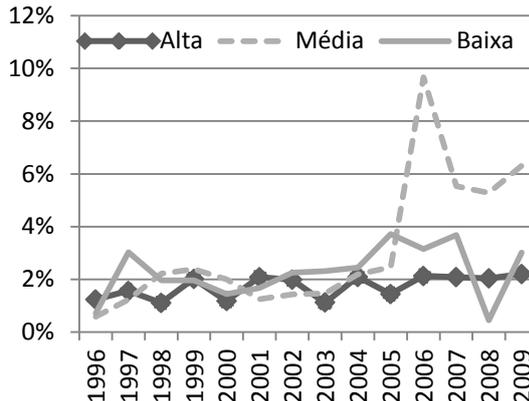
Em termos agregados, o valor total das vendas tende a aumentar no decorrer do período da amostra, com quebras em períodos de situações financeiras instáveis

sobretudo no segundo período de crise da amostra. As empresas em indústrias com altos níveis de intensidade tecnológica apresentam um ténue aumento ao longo dos anos, mas com uma participação mais baixa (cerca de 1,1%). No entanto, as empresas em indústrias classificadas como de média-baixa tecnologia são as que ganham maior expressividade (Gráficos 16 e 17).

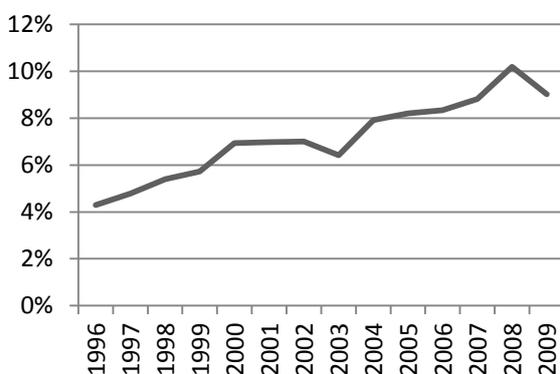
**Gráfico 14 - Valor total dos lucros das empresas nacionais (%)**



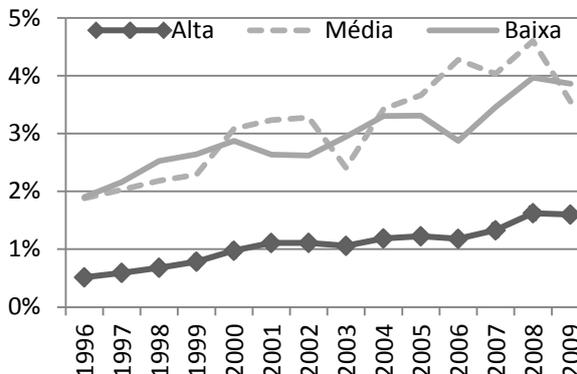
**Gráfico 15 - Valor total dos lucros das empresas nacionais por níveis tecnológicos (%)**



**Gráfico 16 - Valor total das vendas das empresas nacionais (%)**

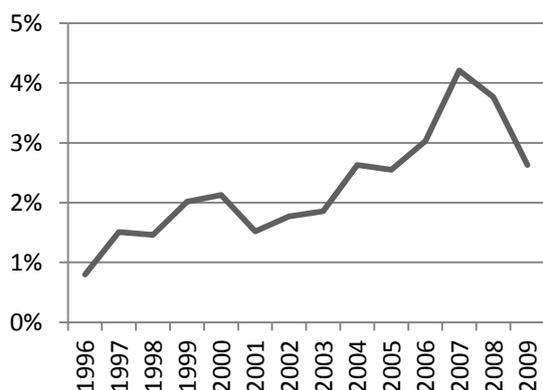


**Gráfico 17 - Valor total das vendas das empresas nacionais por níveis tecnológicos (%)**

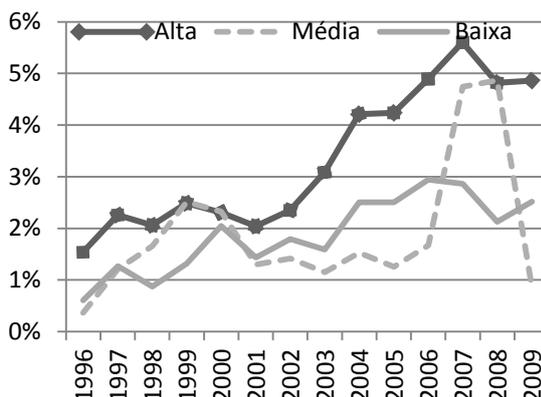


As empresas estrangeiras têm apresentado, ao longo do período em observação, uma parcela crescente nos lucros e vendas totais, pelos gráficos abaixo. As empresas estrangeiras em indústrias de alta tecnologia apresentam parcelas crescentes no caso dos valores totais dos lucros e, as empresas em indústrias com níveis tecnológicos médios no caso das vendas totais, como confirmam os gráficos seguintes. No entanto, em períodos de recessão, nomeadamente em 2001 e 2007, verificam-se quebras dos valores totais quer dos lucros quer das vendas.

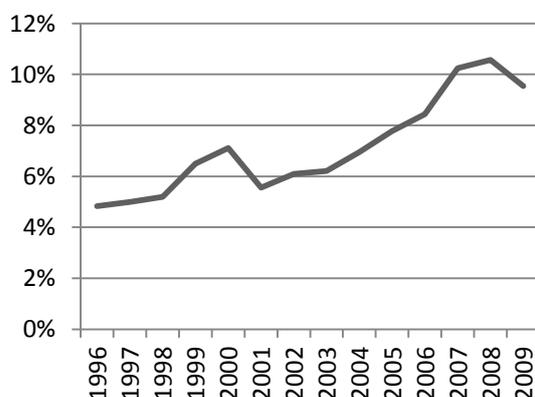
**Gráfico 18 - Valor total dos lucros das empresas estrangeiras (%)**



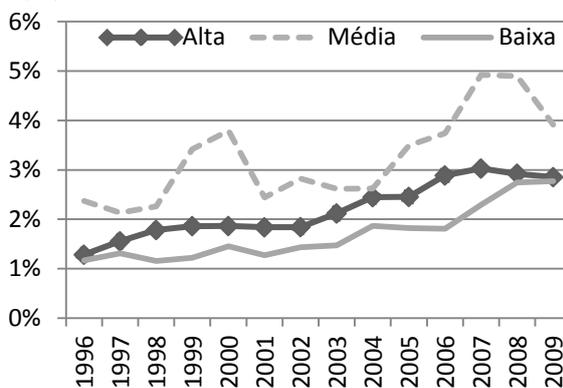
**Gráfico 19 - Valor total dos lucros das empresas estrangeiras por níveis tecnológicos (%)**



**Gráfico 20 - Valor total das vendas das empresas estrangeiras (%)**



**Gráfico 21 - Valor total das vendas das empresas estrangeiras por níveis tecnológicos (%)**



### C) NÚMERO DE TRABALHADORES

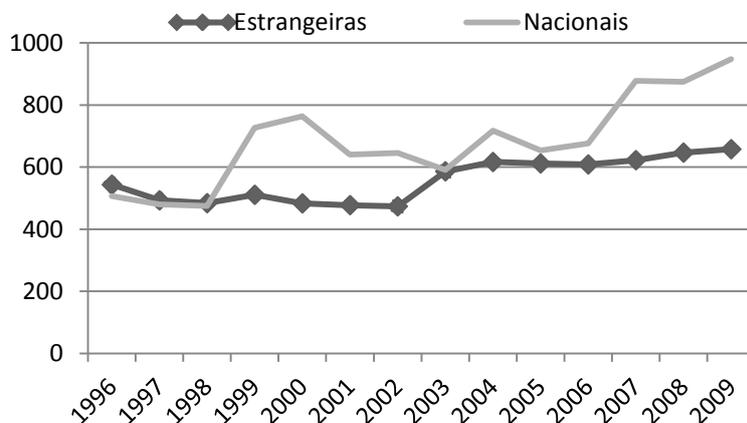
O número de empregados de uma empresa é muitas vezes utilizado na literatura como uma variável de dimensão das empresas que pode afetar o seu desempenho.

Rocha (2010) analisou o caso português, no período de 1985 a 2007, e concluiu que a propriedade estrangeira tem um efeito neutro no crescimento do emprego das empresas, e também que as taxas de crescimento do emprego são semelhantes entre empresas nacionais e estrangeiras.

Ao avaliarmos o gráfico abaixo, ambos os tipos de empresas detêm inicialmente um número muito semelhante de funcionários, registando-se, no entanto, que as empresas nacionais são as que têm mais funcionários ao longo do tempo. As empresas nacionais apresentam desde a crise de 2001, oscilações no emprego, com ligeiras

quebras seguidas por pequenos aumentos de emprego. No entanto, nas empresas estrangeiras verifica-se que desde 2003 o nível de emprego estagnou.

**Gráfico 22 - Número total de trabalhadores entre empresas nacionais e estrangeiras**



#### **D) PRODUTIVIDADE**

A produtividade do trabalho foi obtida através da divisão do valor acrescentado bruto da empresa pelo número de trabalhadores ao seu serviço. É utilizado para medir a eficiência das empresas na utilização dos recursos humanos.

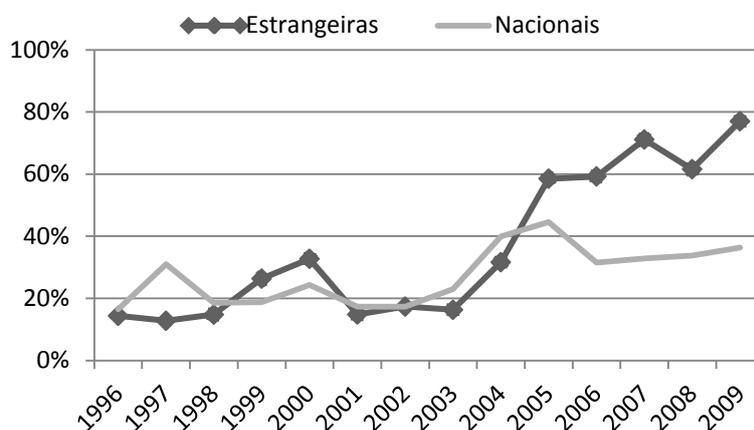
Estudos revelam que as filiais estrangeiras podem dar um contributo importante para o crescimento da produtividade, em países da OCDE. Em sectores da indústria com média e alta tecnologia, a contribuição é impulsionada principalmente pelo maior crescimento das filiais estrangeiras, sobretudo as que têm maior produtividade laboral comparativamente com a média nacional (Criscuolo 2005a, 2005b).

Um maior nível de produtividade está, na maioria das vezes, relacionado com boas capacidades tecnológicas das empresas, uma vez que permitem produzir com maior nível de eficiência, explorar economias de escala e exercer uma forte pressão competitiva no mercado. Alguns estudos realizados sobre o caso belga (De Backer e Sleuwaegen, 2005 e Álvarez e Görg, 2007), comprovaram que as multinacionais estrangeiras aproveitam melhor estas vantagens, comparativamente às comparativamente empresas nacionais belgas.

Farinha e Mata (1996) concluíram que as empresas estrangeiras, no geral, são mais produtivas do que as domésticas portuguesas e, conseqüentemente, a sua presença exerce um efeito ascendente no nível de produtividade. Por seu lado, as empresas

domésticas operam em ambientes onde existe uma maior presença de capital estrangeiro, tornando-se mais produtivas do que empresas que operam em ambientes com pouca presença de capital estrangeiro.

**Gráfico 23 - Valor total da produtividade laboral, empresas nacionais e estrangeiras (%)**



A partir de 2004, as empresas estrangeiras tornaram-se mais eficientes ao nível da produtividade laboral comparativamente às empresas nacionais. Contudo, verificou-se durante esse período uma estagnação em termos de emprego. Embora as empresas nacionais tenham registado maior nível de emprego de 2005 até 2009, não se verificou o aumento esperado na eficiência da produtividade, mas sim a sua diminuição (Gráfico 23).

## **E) ENDIVIDAMENTO**

A variável endividamento advém da relação entre passivo e ativo líquido, é expressa em percentagem e mede a participação de capitais alheios no financiamento da empresa.

No estudo de Qian et al. (2003), os autores aconselham as PMEs a usarem mais financiamento para expandir a atividade internacional e assim melhorarem o seu desempenho.

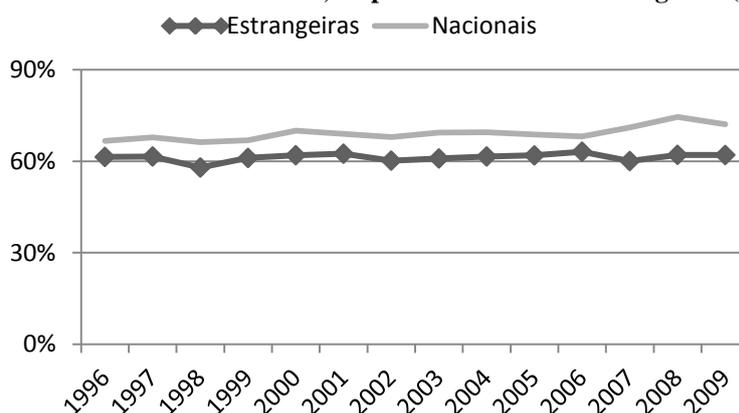
Contudo, Desai et al. (2006) afirmam que as multinacionais são as empresas que têm maior capacidade de ultrapassar as condicionantes do financiamento, o que contribui significativamente para o seu desempenho. Forbes (2002) refere que as empresas com índices de dívida mais elevados tendem a ter um menor crescimento do

lucro líquido. Berry et al. (2001) resumem que as empresas com menor dependência bancária são mais capazes de dar uma resposta mais rápida a choques repentinos.

Embora alguns autores encontrem diferenças significativas entre empresas, Álvarez e Görg (2007) não encontraram evidências de diferentes reações à crise económica. Contudo, estes autores esperavam que, como as multinacionais são menos dependentes de financiamento e o acesso ao crédito tende a ser mais restrito em situações de crise económica, estas empresas seriam menos afetadas, o que não se apurou.

O gráfico 24 demonstra que as empresas da nossa amostra recorrem bastante ao crédito, tanto as empresas nacionais como as subsidiárias. Denota-se que, em média, as empresas registam ao longo dos anos um nível de endividamento constante e superior a 50%, e que as empresas nacionais são as mais endividadas.

**Gráfico 24 - Taxa de endividamento, empresas nacionais e estrangeiras (%)**



## F) SOLVABILIDADE

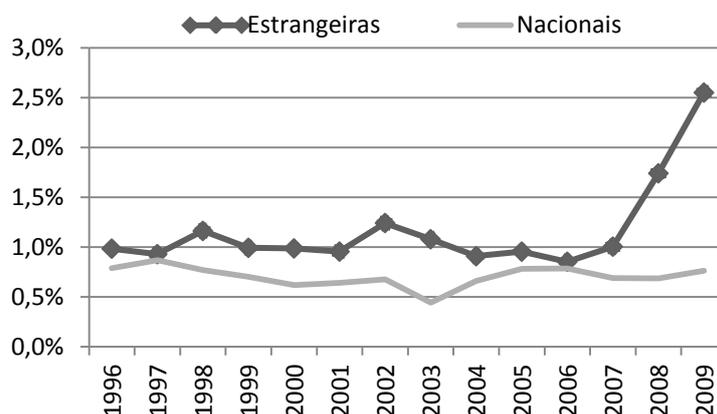
Embora na literatura não seja recorrente assumir a variável solvabilidade como variável explicativa, no nosso estudo, consideramos que a sua análise, com base na nossa amostra, se revestia de especial interesse.

A solvabilidade é a relação entre capitais próprios e passivo, e mede a capacidade da empresa para satisfazer compromissos de médio e longo prazo. Quanto maior o valor deste rácio, melhor a empresa responde aos seus compromissos, mantendo a sua autonomia financeira.

Ao longo do período aqui analisado, as estatísticas refletem uma maior taxa de solvabilidade das empresas estrangeiras, indicando que estas têm maior capacidade de

satisfazer compromissos de longo prazo. Com base no Gráfico 25, denota-se também uma subida acentuada no segundo período de crise. Estas observações coincidem com o gráfico 24, que denuncia uma menor autonomia financeira por parte das empresas nacionais comparativamente com as multinacionais estrangeiras.

**Gráfico 25 - Taxa de Solvabilidade, empresas nacionais e estrangeiras (%)**



### **G) RENTABILIDADE DO ATIVO E CAPITAL PRÓPRIO**

A Informa D&B calculou a rentabilidade do ativo como a rentabilidade líquida dividido pelo ativo líquido, expressa em percentagem, e na qual representa a taxa de retorno dos capitais investidos na empresa. Por seu lado, o capital próprio corresponde ao valor patrimonial ou contabilístico da empresa calculado pela diferença entre ativo e passivo.

Lopes et al. (2011) refere a importância dos relatórios financeiros como uma fonte de informação essencial para os processos de tomada de decisão dos agentes económicos. Portanto, consideraram a informação contabilística e utilizaram o ROA para analisar o desempenho das empresas e comparar empresas de diferentes dimensões. Concluíram que, para 17 países europeus, existem evidências de que a contabilidade de qualidade tende a produzir um impacto negativo sobre o desempenho das empresas. Tendo em consideração a variável ROA, verificaram uma relação positiva entre o aumento do capital e o desempenho da empresa.

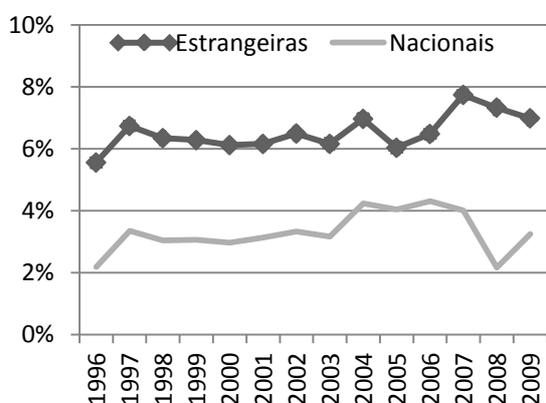
Aydin et al. (2007), num estudo desenvolvido no contexto turco, revelam que as empresas com participação estrangeira têm melhor desempenho que as empresas de propriedade nacional em relação ao ROA.

A capacidade das empresas para converter ativos em dinheiro é importante para melhor a sua rentabilidade. Em Portugal, esta capacidade de conversão, em resposta a oportunidades de lucro, parece espalhar-se duma forma rápida e similar para todas as empresas (Barbosa e Louri, 2005).

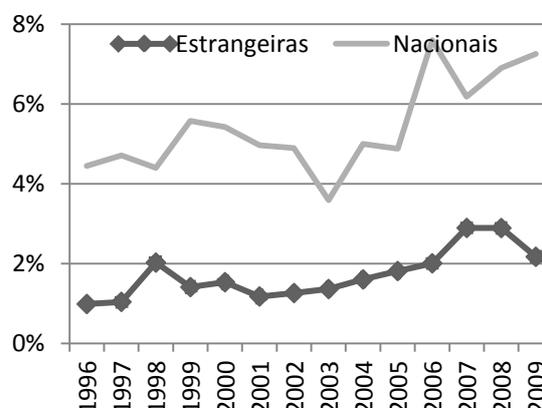
Barbosa et al. (2004) mencionam que os requisitos de capital para empresas nacionais tendem a representar uma barreira à entrada, devido a imperfeições do mercado de capitais e ao facto de que as novas empresas encontram dificuldades em encontrar recursos para seus investimentos. No entanto, para empresas estrangeiras não é uma barreira à entrada pois geralmente os novos operadores são grandes concorrentes.

Os gráficos abaixo ilustram, para toda a amostra, as taxas de crescimento de cada variável e é visível que as empresas estrangeiras são as que têm maior retorno dos capitais investidos, e são as que têm menores valores em capital próprio. As empresas nacionais ultrapassam as nacionais em cerca de 2%, em todo o período, no que respeita ao capital próprio mas têm menor rentabilidade do ativo.

**Gráfico 26 - Taxa de crescimento da ROA, empresas nacionais e estrangeiras (%)**



**Gráfico 27 - Valor total do CP, empresas nacionais e estrangeiras (%)**



### 3.4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A maioria da literatura menciona que as empresas estrangeiras são muito importantes para o crescimento de um país e para a avaliação do seu desempenho. Para o caso específico da nossa amostra denota-se que as empresas multinacionais em Portugal, para o período de 1996 a 2009, concentram-se em indústrias classificadas como de alta tecnologia, concentram-se sobretudo em Lisboa e Vale do Tejo, têm maior autonomia financeira e rentabilidade do ativo e conseguem satisfazer os compromissos de longo prazo

com maior facilidade. Em contraste, as empresas nacionais apresentam valores de vendas, lucros e número de funcionários superiores às subsidiárias. É sugerido ainda, pelas estatísticas apresentadas, que períodos de crise em Portugal afetam negativamente o desempenho das empresas. No entanto, é necessário avaliar, ao nível econométrico, qual o efeito que provocam no desempenho da empresa, e se esse efeito é estatisticamente significativo.

No próximo capítulo serão analisados os impactos da propriedade estrangeira em relação ao crescimento dos lucros e ao crescimento das vendas, com especial atenção para variáveis financeiras e efeitos macroeconómicos.



**CAPÍTULO 4**  
**PERFORMANCE DAS EMPRESAS ESTRANGEIRAS E DOMÉSTICAS:**  
**ANÁLISE ECONOMÉTRICA**

**4.1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS**

Neste capítulo pretende-se avaliar se a propriedade estrangeira é uma variável que contribui para diferenciar o desempenho das empresas em geral, e se a propriedade estrangeira permite distinguir a performance financeira das empresas, em função dos ciclos económicos. Com esse fim, utilizámos como medidas de performance, o crescimento das vendas e o crescimento dos lucros das 500 maiores e melhores empresas situadas em Portugal, para o período de 1996 a 2009.

De seguida será apresentada a metodologia aplicada, as variáveis explicativas e as explicadas usadas no modelo econométrico, e por fim os resultados empíricos com as respetivas conclusões.

**4.2. METODOLOGIA**

**4.2.1. BASE DE DADOS**

A base de dados utilizada pertence à Informa D&B, publicada pela revista Exame, onde são caracterizadas anualmente as 500 maiores e melhores empresas em Portugal. Para o período utilizado de 1996 a 2009, foi considerado uma base de dados de 887 empresas, das quais 326 são estrangeiras e 561 são nacionais.

Os dados são caracterizados como dados económicos e financeiros, uma vez que tratam de variáveis como rentabilidades, produtividade, solvabilidade e endividamento; o que nos permite realizar uma análise de desempenho financeiro entre as grandes empresas em Portugal. Os dados utilizados nesta amostra estão em milhares de euros.

**4.2.2. MODELO EMPÍRICO**

As variáveis dependentes, aproximadas pela contabilidade e por várias medidas financeiras, permitem testar a evidência de diferenças de desempenho entre empresas nacionais e estrangeiras, bem como, se essas diferenças variam quando aplicadas medidas de desempenho diferentes (McGowan, 2007).

Assim, utilizámos dois tipos de modelo de desempenho que correspondem ao crescimento das vendas (Higson et al., 2002 e Beck et al., 2005 e Cardoso, 2008) e ao crescimento dos lucros (Barbosa e Louri, 2005; Cardoso, 2008 e Rocha, 2010). A investigação foi realizada por fases. Inicialmente, utilizamos um modelo simples e investigamos se as empresas de origem estrangeira afetavam o crescimento das vendas e dos lucros. De seguida, aplicámos as variáveis que definem as características de cada empresa, e considerámos variáveis financeiras que podem influenciar as taxas de desempenho. Por fim, adicionámos variáveis macroeconómicas, como os períodos de recessão e a sua interação com as multinacionais, sendo também são avaliados os impactos da taxa de crescimento do PIB real português para a performance no crescimento das vendas e dos lucros. Espera-se que, por um lado, as recessões causem impactos negativos no desempenho das empresas (Barbosa et al., 2007), e, por outro, que o aumento da taxa de crescimento do PIB real português cause impactos positivos (Ang, 2008).

O modelo escolhido é baseado na equação utilizada por Álvarez e Görg (2007) e Rocha (2010):

$$\ln(Y_{it}) - \ln(Y_{it-1}) = \alpha_i + \mathbf{Z}_{it}'\delta + \gamma_1 Own_{it} + \gamma_2 Down + \gamma_3 Own_{it} * Down + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

onde  $Y$  é uma *proxy* do crescimento da empresa  $i$  em cada período de tempo. São mencionadas as taxas de crescimento através das diferenças de logaritmos em cada empresa  $i$  entre  $t$  e  $t-1$ . A variável *dummy* –  $Own$  – distingue as empresas estrangeiras das nacionais e  $Down$  é relativa a períodos de recessão.  $\gamma_2$  corresponde ao efeito global das recessões económicas e deverá tomar um valor negativo. É ainda avaliado o impacto das empresas estrangeiras durante períodos de crise através duma variável de interação, isto é, caso as empresas tenham melhores performances que as empresas nacionais nestes períodos,  $\gamma_3$  tomará um valor positivo e significativo, e tomará o valor zero caso não existam diferenças entre as empresas estrangeiras e nacionais.  $\mathbf{Z}$  é o vetor que corresponde às características das empresas que podem afetar as variáveis dependentes.

Na tabela 3 apresentamos todas as variáveis incluídas no modelo econométrico. Incluímos a localização das empresas que podem influenciar positivamente os desempenhos, como a sua instalação em centros urbanos (Driffield e Munday, 2000 e

Guimarães et al., 2000); bem como os níveis de intensidade tecnológica de cada empresa que podem provocar impactos nas empresas (Freitas e Paes Mamede, 2008 e Varum et al., 2010). Além destas variáveis, e de acordo com a literatura existente que reconhece o seu impacto no crescimento das empresas (Evans, 1987; Dunne e Hughes, 1994; Majumdar, 1997; Barbosa et al., 2007), considerou-se a inclusão da variável dimensão, bem como do seu valor ao quadrado, uma vez que o seu impacto pode ser não linear (Cardoso, 2008; Rocha, 2010). Para avaliar os impactos financeiros nas taxas de desempenho, foram adicionadas variáveis como produtividade (Criscuolo, 2005a, 2005b e Cardoso, 2008), taxa de solvabilidade, endividamento (Berry et al., 2001; Qian et al., 2003; Desai et al., 2006 e Álvarez e Görg, 2007), ROA (Lopes et al., 2011) e CP (Barbosa et al., 2004 e Barbosa e Louri, 2005).

Tabela 3 - Descrição de Variáveis

CATEGORIAS	VARIÁVEIS	DESCRIÇÃO
<b>Variáveis performance</b>	Crescimento dos lucros	$\text{Log}(\text{lucros}_t) - \text{Log}(\text{lucros}_{t-1})$
	Crescimento das vendas	$\text{Log}(\text{vendas}_t) - \text{Log}(\text{vendas}_{t-1})$
<b>Principais variáveis de interesse</b>	Estrangeira	<i>Dummy</i> = 1 se for empresa estrangeira, 0 se for empresa nacional
	Estrang*Crises	Variável de interação entre empresas estrangeiras e períodos de crise
	Estrang*Crise1	Variável de interação entre empresas estrangeiras e o primeiro período de crise
	Estrang*Crise2	Variável de interação entre empresas estrangeiras e o segundo período de crise
<b>OUTRAS VARIÁVEIS:</b>		
<b>Variáveis de Estrutura ao nível da empresa</b>	Sede	<i>Dummy</i> = 1 se empresa não for sediada em Lisboa e Vale do Tejo, 0 se tem sede em Lisboa e Vale do Tejo
	Dimensão	$\text{Log}(\text{número de empregados})$
	Dimensão <sup>2</sup>	$\text{Log}(\text{número de empregados})$ , ao quadrado
<b>Variáveis Financeiras ao nível da empresa</b>	Lprodutividade	$\text{Log}(\text{produtividade})$
	Solvabilidade	Taxa de solvabilidade da empresa
	Endividamento	Taxa de endividamento da empresa
	ROA	Rentabilidade do Ativo
	LCP	Taxa de crescimento do Capital Próprio
<b>Variáveis de Indústria</b>	Altatech	<i>Dummy</i> = 1 se as empresas estão em Indústrias com nível tecnológico elevado, 0 caso contrário
	Indústria <i>dummy</i>	Sector de atividade <i>Dummies</i> = $D_{i-1}=9-1$ (i=1 a 8)
<b>Variável ao nível macroeconómico</b>	Crises	<i>Dummy</i> = 1 para os anos 2001, 2002, 2003, 2007, 2008, 2009; 0 caso contrário
	Crise1	<i>Dummy</i> = 1 para os anos 2001, 2002, 2003; 0 caso contrário
	Crise2	<i>Dummy</i> = 1 para os anos 2007, 2008, 2009; 0 caso contrário
	PIB	Taxa de crescimento do PIB real

Assim o modelo usado para testar os fatores que causam impactos no desempenho das empresas toma a seguinte forma:

$$\begin{aligned}
 (2) \quad \ln(Y_{it}) - \ln(Y_{it-1}) = & \\
 & = \alpha_i + \beta_1 \text{Estrangeira}_{it} + \beta_2 \text{Sede}_{it} + \beta_3 \text{Dimensão}_{it} + \beta_4 \text{Dimensão}_{it}^2 \\
 & + \beta_5 \text{Lprodutividade}_{it} + \beta_6 \text{Solvabilidade}_{it} + \beta_7 \text{Endividamento}_{it} + \beta_8 \text{ROA}_{it} \\
 & + \beta_9 \text{Lcp}_{it} + \beta_{10} \text{Altatech}_{it} + \beta_{11} \text{Indústria1}_{it} + \dots + \beta_{18} \text{Indústria8}_{it} + X + \mu_{it}
 \end{aligned}$$

onde:

$\ln(Y_{it}) - \ln(Y_{it-1})$  é a variável dependente (crescimento das vendas ou crescimento dos lucros);

$i$  – dimensão individual e  $t$  – dimensão temporal

$\alpha_i = \alpha + v_i$ ;  $\alpha$  é o efeito geral e  $v_i$  é um termo aleatório;

$X$  poderá ser  $X_1$ ,  $X_2$  ou  $X_3$ , assim:

$$X_1 = \beta_{19} \text{Crises}_{it} + \beta_{20} \text{Estrang} * \text{Crises}_{it};$$

$$X_2 = \beta_{19} \text{Crise1}_{it} + \beta_{20} \text{Estrang} * \text{Crise1}_{it} + \beta_{21} \text{Crise2}_{it} + \beta_{22} \text{Estrang} * \text{Crise2}_{it};$$

$$X_3 = \beta_{19} \text{PIB}_{it}$$

$\mu_{it}$  é o termo de perturbação aleatório

Todas as estimações foram realizadas através do programa STATA 11.1.

#### 4.2.3. PROCEDIMENTOS DA ESTIMAÇÃO

Relativamente à metodologia econométrica adotada foi a do método em painel. Este método é uma técnica de análise cada vez mais utilizada, com vantagens sobre modelos convencionais *cross section* e *time series*. Os dados em painel têm espaço, bem como dimensão de tempo, ou seja, seguem as mesmas medidas seccionais (como empresas) durante um período de tempo específico. São várias as vantagens associadas a este método, nomeadamente, mais variabilidade e menos colinearidade entre variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência. Dados em painel são mais adequados para estudar a dinâmica de mudança (Gujarati, 2004).

Os dados podem tratar-se de um painel equilibrado, ou seja, todas as unidades individuais são observadas em todos os períodos de tempo ( $T_i = T$  para todo  $i$ ), ou

desequilibrado ( $T_i \neq T$  para algum  $i$ ) (Cameron e Trivedi, 2009). No nosso caso, o painel de dados é desequilibrado, porque algumas variáveis não têm valores para determinados anos. Esta técnica substitui as variáveis em falta e assim aumenta a eficiência dos coeficientes estimados.

Para a estimação em painel existem diferentes métodos, utiliza-se *Pooled* (ou OLS) para efeitos gerais e para efeitos individuais usa-se o modelo de efeitos fixos ou o modelo de efeitos aleatórios. No modelo *Pooled*, os pressupostos correspondem ao modelo linear clássico, obtendo estimadores eficientes que são iid (independentes e identicamente distribuídos) (Johnston e Dinardo, 2001) Para o caso do modelo de efeitos fixos, é permitido que os efeitos individuais sejam correlacionados com as variáveis explicativas, sendo, no entanto, necessário que as componentes sejam *time-invariant* (que não variem com o tempo). Por seu lado, no modelo de efeitos aleatórios, os efeitos individuais são puramente aleatórios, o que implica que não sejam correlacionados com os regressores (Cameron e Trivedi, 2009).

Na base de dados em análise, existem variáveis que são *time-invariant* e ao analisarmos os estimadores *within* (ou estimador dos efeitos fixos) comparativamente com os outros estimadores verificamos que têm desvios padrões relativamente mais baixos. Esta constatação leva-nos a excluir a utilização do modelo de efeitos fixos, uma vez que iria tornar-se muito limitado, restando conseqüentemente o recurso ao modelo de efeitos aleatórios ou ao modelo *Pooled*.

Para testar qual será o modelo apropriado para qualquer base de dados é necessário realizar testes econométricos. Em painel deverá ser realizado o teste de Hausman que nos permite identificar o melhor modelo entre efeitos fixos e efeitos aleatórios. De acordo com os pressupostos deste teste, caso se rejeite a hipótese nula conclui-se que é preferível o modelo de efeitos fixos, pois os efeitos individuais estão correlacionados com as variáveis explicativas (Gujarati, 2004). No entanto, como o método de efeitos individuais fixos foi excluído anteriormente, devido às características da nossa base de dados, bastou realizar o teste LM (Breusch-Pagan – multiplicador de Lagrange), que nos permite decidir entre uma regressão de efeitos aleatórios e uma regressão OLS simples. Quando obtemos um *p-value* menor que o nível de significância de 5%, rejeitamos a hipótese nula ( $\sigma_v^2 = 0$  onde  $\alpha_i = \alpha$ ) e conclui-se que o modelo de efeitos aleatórios será adequado. Em contraste, um *p-value* superior a 5%, revela que existem evidências estatísticas significativas para concluir

que o modelo de efeitos aleatórios não é apropriado, ou seja, não existem diferenças entre as empresas, sendo portanto mais adequado utilizar-se um modelo *Pooled* (Torres-Reyna, consultado em 01.Agosto.2011).

Na tabela 4 é apresentada a matriz de correlações dos coeficientes. Na matriz observa-se uma alta correlação entre Dimensão/Dimensão<sup>2</sup> e PIB/Crises e uma baixa correlação nas restantes variáveis.

**Tabela 4 - Matriz de Correlações**

	1)	2)	3)	4)	5)	6)	7)	8)	9)	10)	11)	12)	
<b>Estrangeira</b>	1)	1											
<b>Altatech</b>	2)	0,25	1										
<b>Sede</b>	3)	-0,22	-0,09	1									
<b>Dimensão</b>	4)	-0,04	-0,05	0,06	1								
<b>Dimensão<sup>2</sup></b>	5)	-0,04	-0,07	0,05	0,98	1							
<b>Produtividade</b>	6)	0,03	-0,03	0,01	-0,21	-0,13	1						
<b>Solvabilidade</b>	7)	0,05	0,04	0,04	0,00	-0,01	-0,01	1					
<b>Endividamento</b>	8)	-0,14	-0,06	-0,08	-0,06	-0,03	0,04	-0,20	1				
<b>ROA</b>	9)	0,18	0,10	-0,02	-0,01	-0,02	0,04	0,49	-0,26	1			
<b>LCP</b>	10)	-0,03	-0,02	0,02	0,06	0,07	0,00	0,02	-0,08	0,08	1		
<b>Crises</b>	11)	0,01	0,01	0,01	0,00	0,01	-0,01	0,02	0,02	-0,02	-0,04	1	
<b>PIB</b>	12)	-0,01	-0,02	-0,02	0,00	-0,02	-0,02	-0,03	-0,01	0,00	0,06	-0,62	1

### 4.3. RESULTADOS EMPÍRICOS

Após a escolha das variáveis e estatísticas anteriormente apresentadas, é necessário proceder à estimação dos modelos apropriados para a obtenção dos resultados, e consequente interpretação dos mesmos e elaboração das conclusões. Nesta parte são apresentadas tabelas com estimação dos coeficientes e respetivos resultados, tendo em conta as diferentes indústrias.

Através da Tabela 5 e 6 observam-se as estimações no crescimento das vendas e no crescimento dos lucros, respetivamente, calculados a partir da equação (2). A estimação é apresentada por fases, e os modelos 4, 5 e 6 permitem recolher respostas para as perguntas principais do estudo para o período de 1996 a 2009; qual o impacto da propriedade estrangeira na performance das empresas durante períodos de recessão; e qual o efeito do PIB real português no desempenho das empresas.

O modelo 1 relata o efeito da propriedade estrangeira sobre o crescimento das vendas/lucros. No modelo 2 são controladas as características de estrutura da empresa, como sede e dimensão e características ao nível da indústria como grau de intensidade tecnológica. O modelo 3 insere o efeito de características financeiras da empresa, tais como produtividade, solvabilidade, endividamento, ROA e CP. O efeito dos períodos de recessão e a interação da propriedade estrangeira com crises é inserido no modelo 4. No modelo 5 são inseridas variáveis que permitem comparar diferenças de desempenho em dois períodos de crise económica em Portugal (2001-2003 e 2007-2009) e respetivas interações entre propriedade estrangeira e crise. Por fim, o impacto da taxa de crescimento do PIB é inserido no modelo 6.

#### **4.3.1. CRESCIMENTO DAS VENDAS**

Na tabela 5, obtém-se os resultados do crescimento das vendas. O impacto de a empresa ser de propriedade estrangeira é considerado no modelo para a explicação do crescimento das vendas. Os resultados permitem concluir que existem evidências de que, comparativamente com as empresas nacionais, a propriedade estrangeira provoca efeitos negativos e significativos entre 1,04–1,86% (para um nível de significância de 5%) no crescimento das vendas (modelos 1, 2, 3 e 6).

Com a adição de coeficientes relacionados com as características de estrutura das empresas e características de indústria (modelo 2), observou-se que o facto de as empresas estarem em indústrias de níveis de capacidade tecnológica elevada conduz ao aumento do crescimento das vendas. Além disso, as empresas situadas fora de LVT causam impactos positivos e significativos entre 1 a 1,6% no desempenho das vendas em todos os modelos.

Quando se insere variáveis financeiras (modelo 3), é visível que o tamanho das empresas tem um efeito significativo em forma de U invertido e os resultados indicam sinal positivo no coeficiente dimensão e sinal negativo no coeficiente dimensão<sup>2</sup>. Assim, assume-se que a tendência de que quanto maior o tamanho da empresa maior será o crescimento das vendas, mas o desempenho torna-se negativo gradualmente (Elango e Sethi, 2007). Além disso, empresas com nível de produtividade mais elevado aumentam o desempenho do volume de vendas, devido ao maior nível de eficiência relacionado com o grau de intensidade tecnológica da indústrias (De Backer e Sleuwaegen, 2005 e Álvarez e Görg, 2007). Os níveis de endividamento mais altos nas empresas influenciam

positivamente e significativamente o crescimento das vendas, mas com baixas taxas de explicação (0,08%), como é observado no modelo 3, 4, 5 e 6. Isto poderá estar em linha com a explicação de Qian et al. (2003), mas contra alguns estudos, como Desai et al. (2006) e Berry et al. (2001). Empresas com boas taxas de rentabilidade do ativo e maior valor de capital próprio revelam um crescimento mais rápido no desempenho das vendas.

Em relação às questões principais deste estudo, os resultados obtidos no modelo 4, sugerem um efeito negativo e altamente significativo exercido pelas desacelerações económicas em Portugal (em 2001-2003 e 2007-2009). Em geral, o crescimento das vendas diminui cerca de 4,35% durante estes períodos, para um nível de significância de 1% (tal como Fukao, 2001). O termo de interação entre propriedade estrangeira e crises inseridas no modelo 4, embora exerça um impacto negativo no crescimento das vendas, este coeficiente não é estatisticamente significativo para a explicação do efeito da propriedade estrangeira no desempenho das vendas, durante recessões. Também é verificado que o impacto negativo das empresas estrangeiras, em geral, apurado anteriormente deixa de ser significativo.

No modelo 5, são inseridas variáveis que permitem comparar as diferenças de desempenho na primeira crise (2001 a 2003) e na segunda crise (2007 a 2009). Através da análise dos resultados, conclui-se que as duas recessões presentes na amostra provocaram impactos negativos no crescimento das vendas, para um nível de significância de 1%. Estas causaram também efeitos negativos entre 3,78% e 4,88% no crescimento das vendas, sendo que a crise de 2001 a 2003 foi a que contribuiu para uma maior redução. No entanto, a variável interação entre a propriedade estrangeira e a primeira crise do período não se mostrou significativa para a explicação do desempenho das empresas em termos de vendas. Ao mesmo tempo existem evidências significativas de que a propriedade estrangeira provoca diminuições de 2,64% no crescimento das vendas durante a recessão económica mais atual (2007 a 2009).

Relativamente à evolução positiva da taxa de crescimento do PIB real português, para o período em questão, os resultados do modelo 6 indicam que existem evidências significativas e positivas de que o aumento da taxa de crescimento do PIB real nacional provoque efeitos positivos em cerca de 2% no crescimento das vendas, para um nível de significância de 1%. Neste modelo, o efeito negativo do facto de a empresa ser de propriedade estrangeira volta a ser significativo.

Quanto aos modelos econométricos escolhidos para cada estimação, apenas a estimação 5, é a única em que o modelo de efeitos aleatórios não é o mais adequado, portanto, usou-se o modelo de efeitos gerais *Pooled*. Observa-se que os  $R^2$  *within* (dos efeitos fixos) são os que apresentam menor valor, o que sugere que o modelo individual de efeitos fixos poderia não ser o melhor modelo de painel a apresentar.

Em suma, concluiu-se que o crescimento das vendas das empresas é menor em situações económicas adversas e que a propriedade estrangeira causa impactos neutros no crescimento das vendas durante recessões. A diferenciação das duas situações de crise da amostra, permite concluir que ambas provocam a diminuição do crescimento das vendas, embora a primeira recessão seja mais penosa para a evolução positiva do desempenho das vendas. Na recessão económica mais atual, a propriedade estrangeira provoca efeitos negativos no crescimento das vendas, estatisticamente significativos.

Tabela 5 - Estimação dos resultados do Crescimento das Vendas

Modelo	1	2	3	4	5	6
Constante	0.0818 *	0.0789 *	-0.1157 *	-0.0622	-0.0593	-0.0733 ***
	(0.0070)	(0.0299)	(0.0386)	(0.0389)	(0.0393)	(0.0394)
Estrangeira	<b>-0.0127 **</b>	<b>-0.0104 ***</b>	<b>-0.0186 *</b>	<b>-0.0116</b>	<b>-0.0114</b>	<b>-0.0121 **</b>
	(0.0059)	(0.0059)	(0.0059)	(0.0079)	(0.0079)	(0.0061)
Sede		0.0100 ***	0.0122 **	0.0127 **	0.0126 **	0.0166 *
		(0.0054)	(0.0053)	(0.0053)	(0.0053)	(0.0058)
Dimensão		0.0019	0.0329 *	0.0240 **	0.0231 **	0.0119
		(0.0099)	(0.0105)	(0.0106)	(0.0107)	(0.0109)
Dimensão <sup>2</sup>		-0.0004	-0.0026 *	-0.0019 ***	-0.0019 **	-0.0009
		(0.0009)	(0.0009)	(0.0009)	(0.0009)	(0.0009)
LProdutividade			0.0150 *	0.0103 *	0.0102 *	0.0070 **
			(0.0029)	(0.0029)	(0.0029)	(0.0027)
Solvabilidade			-0.0003	-0.0002	-0.0002	-0.0002
			(0.0005)	(0.0005)	(0.0005)	(0.0009)
Endividamento			0.0008 *	0.0008 *	0.0008 *	0.0008 *
			(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)
ROA			0.0031 *	0.0032 *	0.0032 *	0.0032 *
			(0.0005)	(0.0005)	(0.0005)	(0.0004)
LCP			0.0183 *	0.0176 *	0.0175 *	0.0167 *
			(0.0044)	(0.0044)	(0.0043)	(0.0044)
Altatech		0.0393 **	0.0274	0.0321 ***	0.0313 **	0.0356 **
		(0.0186)	(0.0189)	(0.0191)	(0.0191)	(0.0166)
Indústria dummy	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Crises				<b>-0.0435 *</b>		
				(0.0066)		
Estrang*Crises				<b>-0.0104</b>		
				(0.0116)		
Crise1					<b>-0.0488 *</b>	
					(0.0080)	
Estrang*Crise1					<b>0.0064</b>	
					(0.0139)	
Crise2					<b>-0.0378 *</b>	
					(0.0085)	
Estrang*Crise2					<b>-0.0264 ***</b>	
					(0.0142)	
PIB						<b>0.0200 *</b>
						(0.0013)
N	5093	5085	4942	4942	4942	4942
R <sup>2</sup> within	0	0.0005	0.0355	0.0513	0.0520	
R <sup>2</sup> between	0.0217	0.0368	0.0656	0.0775	0.0774	
R <sup>2</sup> overall	0.0078	0.0095	0.0384	0.0524	0.0532	0.0858
Teste LM	Efeitos Aleatórios	Pooled				

\*, \*\*, \*\*\* nível de significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Efeitos Aleatórios com p-value<5%, Pooled com p-value>5%

### 4.3.2. CRESCIMENTO DOS LUCROS

Na tabela 6 é apresentado os resultados obtidos para a estimação do crescimento dos lucros. Neste caso, em todos os modelos estimados, o teste LM indicou que o modelo individual de efeitos aleatórios se mostra o mais apropriado para esta estimação.

Inicialmente testou-se a hipótese de as empresas estrangeiras afetarem o crescimento dos lucros, mas os resultados foram não significativos (modelo 1, 2). No entanto, com a presença conjunta de variáveis relativas à estrutura da empresa, variáveis de indústria, variáveis financeiras e coeficientes relacionados com efeitos macroeconómicos, a propriedade estrangeira torna-se numa variável relevante e significativa para um crescimento mais lento dos lucros (modelo 3, 4, 5 e 6). As empresas estrangeiras influenciam de forma negativa, em cerca de 1,86–7,25%, o crescimento dos lucros. Os resultados sugerem que o impacto da propriedade estrangeira no desempenho dos lucros é relativamente mais significativo quando são empregues, ao modelo, coeficientes relativos ao nível macroeconómico.

A localização em zonas fora de LVT surge como um fator positivo para a expansão dos lucros (apenas no modelo 3), provavelmente devido à concorrência dos *clusters* geográficos (Shaver e Flyer, 2000). Tendo em conta a dimensão das empresas, em todos os modelos, a variável parece influenciar o desempenho dos lucros de forma positiva e significativa. Este efeito, tal como no crescimento das vendas, tem uma forma de U invertido sobre o crescimento dos lucros, o que significa que empresas pequenas mostram tendências positivas no crescimento dos lucros até um certo limite de tamanho.

Relativamente à variável associada às empresas em indústrias de altos níveis tecnológicos, o seu coeficiente apenas é significativo no modelo 4 e 5. Neste caso, verifica-se que empresas em indústrias de níveis tecnológicos mais avançados causam um efeito negativo de 10,68% e de 10,77% no crescimento dos lucros, respetivamente (para nível de significância de 10%). Isto vai contra a ideia de que as empresas devem ter como objetivo o desenvolvimento de níveis de intensidade tecnológica superiores para terem uma base sustentável e atingirem maiores lucros (Qian et al., 2003).

Quanto às variáveis financeiras, as estimações revelam que a produtividade e o endividamento apenas são significativos antes da introdução de variáveis macroeconómicas. No entanto, no modelo 3, a produtividade da empresa e o seu nível de endividamento influenciam positivamente o crescimento dos lucros, para um nível de

significância de 1%. A variável solvabilidade torna-se pertinente e significativa, para um nível de significância de 1%, quando todas as variáveis são aplicadas (modelos 4, 5 e 6). Influencia o crescimento dos lucros negativamente em cerca de 2,4%, o que poderá indicar que as empresas não possuem capacidades suficientes para satisfazer os seus compromissos de médio e longo prazo. Tanto a variável ROA como LCP são coeficientes que influenciam significativa e positivamente o desempenho dos lucros. Sobretudo, nos modelos 4, 5 e 6, estas variáveis causam impactos mais relevantes para o crescimento dos lucros (ROA entre 3,39–3,43% e LCP entre 16,56–16,75%), o que sugere que o aumento dos capitais próprios e o aumento da taxa de retorno dos capitais investidos na empresa resultam num acréscimo nos lucros, conclusão esta que vai na mesma linha do estudo de Barbosa e Louri (2005).

Relativamente às questões macroeconómicas (modelos 4 e 6), verifica-se algo semelhante ao modelo do crescimento das vendas, isto é, as crises ocorridas em Portugal, no período em análise, influenciam de forma negativa (8,87%) a variável dependente (para um nível de significância de 1%). No entanto, não se encontraram evidências de que as multinacionais reagem de forma diferente às crises comparativamente às empresas nacionais (Fukao, 2001). Tal como com as recessões económicas, há um efeito significativo mas positivo de 2,99% no crescimento dos lucros motivado pelo aumento da taxa de crescimento do PIB real português (modelo 6).

No modelo 5, comparou-se os efeitos das duas crises económicas da amostra no crescimento dos lucros. Os resultados indicam que ambas são significativas e provocaram diminuições entre 8,47% e 9,27% no crescimento dos lucros. Tal como verificado no crescimento das vendas, a primeira recessão (2001 a 2003) foi a que causou efeitos mais nefastos no desempenho dos lucros. A variável de interação entre propriedade estrangeira e a primeira crise toma valor positivo e a variável de interação entre propriedade estrangeira e a segunda crise toma valor negativo para o crescimento dos lucros. Contudo, como as variáveis de interação não são estatisticamente significativas, não se pode interpretar os seus coeficientes para explicar a evolução dos lucros.

Concluindo, as recessões económicas, em geral, provocam impactos negativos e significativos no crescimento dos lucros, assim como as duas crises da amostra contribuem, individualmente, para a diminuição dos lucros. A propriedade estrangeira não tem qualquer influência no crescimento dos lucros, durante os períodos de crise.

Tabela 6 - Tabela de estimação do Crescimento dos Lucros

Modelo	1	2	3	4	5	6
Constante	0.1470 *	-0.0542	-0.1157 *	-0.3747 ***	-0.3668 ***	-0.4245 **
	(0.0273)	(0.1234)	(0.0386)	(0.2032)	(0.2041)	(0.2005)
Estrangeira	<b>0.0200</b>	<b>0.0210</b>	<b>-0.0186 *</b>	<b>-0.0653 ***</b>	<b>-0.0644 ***</b>	<b>-0.0725 **</b>
	<b>(0.0240)</b>	<b>(0.0254)</b>	<b>(0.0059)</b>	<b>(0.0387)</b>	<b>(0.0387)</b>	<b>(0.0298)</b>
Sede		-0.0067	0.0122 **	0.0088	0.0089	0.0130
		(0.0234)	(0.0053)	(0.0262)	(0.0262)	(0.0261)
Dimensão		0.0824 ***	0.0329 *	0.1518 *	0.1483 **	0.1386 **
		(0.0439)	(0.0105)	(0.0599)	(0.0598)	(0.0600)
Dimensão <sup>2</sup>		-0.0079 ***	-0.0026 *	-0.0144 *	-0.0141 *	-0.0132 **
		(0.0040)	(0.0009)	(0.0052)	(0.0052)	(0.0052)
LProdutividade			0.0150 *	0.0057	0.0059	0.0057
			(0.0029)	(0.0159)	(0.0161)	(0.0156)
Solvabilidade			-0.0003	-0.0241 *	-0.024 *	-0.0243 *
			(0.0005)	(0.0026)	(0.0026)	(0.0027)
Endividamento			0.0008 *	0.0009	0.0009	0.0008
			(0.0002)	(0.0007)	(0.0007)	(0.0007)
ROA			0.0031 *	0.0339 *	0.0339 *	0.0343 *
			(0.0005)	(0.0041)	(0.0041)	(0.0042)
LCP			0.0183 *	0.1675 *	0.1672 *	0.1656 *
			(0.0044)	(0.0350)	(0.0350)	(0.0350)
Altatech		-0.0543	0.0274	-0.1068 ***	-0.1077 ***	-0.0988
		(0.0539)	(0.0189)	(0.0625)	(0.0625)	(0.0619)
Indústria dummy	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Crises				<b>-0.0887 *</b>		
				<b>(0.0307)</b>		
Estrang*Crises				<b>-0.0158</b>		
				<b>(0.0554)</b>		
Crise1					<b>-0.0927 **</b>	
					<b>(0.0371)</b>	
Estrang*Crise1					<b>0.0206</b>	
					<b>(0.0672)</b>	
Crise2					<b>-0.084 **</b>	
					<b>(0.0377)</b>	
Estrang*Crise2					<b>-0.0495</b>	
					<b>(0.0655)</b>	
PIB						<b>0.0299 *</b>
						<b>(0.0062)</b>
N	4241	4236	4942	4208	4208	4208
R <sup>2</sup> within	0.0001	0.001	0.0355	0.0924	0.0928	0.0949
R <sup>2</sup> between	0.0113	0.0171	0.0656	0.0359	0.0352	0.0384
R <sup>2</sup> overall	0.0012	0.0019	0.0384	0.0645	0.0647	0.0663
Teste LM	Efeitos Aleatórios					

\*\*\*, \*\* nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Efeitos Aleatórios com p-value<5%, Pooled com p-value>5%

#### **4.4. OBSERVAÇÕES FINAIS**

Após a estimação e análise dos resultados dos diferentes modelos para diferentes medidas de desempenho sumariza-se que, para além de significativas, as crises financeiras afetam negativamente o desempenho, tanto das vendas como dos lucros, enquanto que o crescimento do PIB causa impactos positivos. As duas crises da amostra, individualmente, afetam o crescimento das vendas e dos lucros negativamente, sendo que a primeira crise (2001 a 2003) contribua mais para a diminuição das variáveis dependentes.

Concluimos ainda que a propriedade estrangeira afeta negativamente o crescimento das vendas e dos lucros das empresas, para todo o período em análise. No entanto, não se encontraram evidências de que a propriedade estrangeira provoque performances distintas nas empresas durante os períodos de crise. Analisando as duas crises separadamente, a interação da propriedade estrangeira com cada uma das crises não são significativas para a explicação do crescimento das vendas e dos lucros; exceto na segunda crise da amostra (2007 a 2009), a propriedade estrangeira parece causar efeitos negativos no crescimento das vendas.



## CAPÍTULO 5

### CONCLUSÕES

No período atual de grande instabilidade financeira e económica é importante a avaliação de determinadas questões para que as empresas avaliem a situação financeira e sejam capazes de superar as adversidades.

Esta dissertação testa a existência de diferenças no comportamento das empresas localizadas em Portugal (nacionais e estrangeiras) perante períodos de recessão económica, em geral e perante duas recessões recentes, individualmente. Procurou-se, ainda, verificar se a influência da propriedade estrangeira na performance das empresas variam de acordo com diferentes medidas de desempenho e de acordo com diferentes crises. A principal contribuição deste estudo é a abordagem de uma questão pouco explorada na literatura, com a utilização de variáveis financeiras. Pelo nosso conhecimento, nenhum outro estudo explorou a influência da propriedade estrangeira no desempenho das empresas durante uma crise bastante recente em Portugal.

Através da análise de dados e estimação empírica, observamos que existem diferenças significativas de desempenho entre empresas nacionais e multinacionais. Para o período de 1996 a 2001, os resultados indicam que as empresas estrangeiras tendem a registar uma diminuição no crescimento nas duas medidas de desempenho utilizadas (crescimento das vendas e crescimento dos lucros).

Após o controle de várias características de estrutura da empresa e de indústria, as variáveis relacionadas à dimensão das empresas e à sua localização apresentam, geralmente, impactos significativos e positivos nas medidas de desempenho dos modelos. Empresas em indústrias de níveis de intensidade tecnológica mais elevados revelam acréscimos no crescimento das vendas, mas relativamente ao crescimento dos lucros e quando se adiciona a variável crises ao modelo, as empresas em indústrias classificadas como de alta tecnologia experienciam impactos negativos no desempenho. No entanto, no modelo com a inclusão do PIB a variável deixa de ser significativa para a explicação.

Quanto às variáveis financeiras, o aumento da produtividade e do endividamento implicam o acréscimo do crescimento das vendas, e o aumento da solvabilidade provoca a diminuição do crescimento dos lucros. O aumento da rentabilidade do ativo e o capital próprio causam efeitos significativos e positivos no crescimento dos lucros e das vendas.

As recessões económicas que se sentiram em Portugal, de 2001 a 2003 e de 2007 a 2009, afetaram negativamente as empresas ao nível do seu desempenho nas vendas e nos lucros, como era de se esperar. Conclui-se, portanto, que os períodos de instabilidade geram grandes diminuições no volume de vendas e perdas bastante significativas nos lucros das empresas. Através da análise individual das duas crises da amostra, conclui-se que estas afetam o crescimento das vendas e dos lucros negativamente, sendo que a primeira crise (2001 a 2003) contribuiu mais para a diminuição das variáveis dependentes.

No que respeita à avaliação das possíveis vantagens da presença de empresas estrangeiras durante desacelerações económicas, os resultados indicam que a propriedade estrangeira não exerce efeitos sobre as vendas nem sobre os lucros. Analisando as duas crises separadamente, a interação da propriedade estrangeira com cada uma das crises não se mostrou significativa para a explicação do crescimento das vendas e dos lucros, exceto na segunda crise da amostra (2007 a 2009) em que a propriedade estrangeira parece causar efeitos negativos no crescimento das vendas.

Relativamente à taxa de crescimento do PIB real português, os resultados indicam que o aumento deste resulta num acréscimo das medidas de desempenho consideradas no nosso estudo. Em períodos de crescimento da economia portuguesa, as empresas reagem positivamente através do aumento de vendas e aumento dos lucros.

Na tabela seguinte apresentamos as questões principais e os resultados encontrados na presente dissertação.

Tabela 7 - Resumo das respostas às questões da pesquisa

QUESTÕES	CRESCIMENTO DAS VENDAS	CRESCIMENTO DOS LUCROS
<p><i>A propriedade estrangeira influencia a performance financeira das empresas?</i></p>	<p><i>Sim</i> – influencia negativamente o crescimento das vendas quando são aplicadas as recessões ao modelo</p> <p><i>Não</i> – quando se aplica o PIB ao modelo, a propriedade estrangeira deixa de ter significância</p>	<p><i>Sim</i> – a propriedade estrangeira reduz a performance das empresas nos lucros</p>
<p><i>A propriedade estrangeira influencia o comportamento das empresas perante períodos de recessão?</i></p>	<p><i>Não</i> – durante recessões, não existem diferenças significativas entre empresas nacionais e estrangeiras para o desempenho das vendas</p> <p><i>Sim</i> – na crise mais atual da amostra (2007-2009), a propriedade estrangeira provoca a diminuição do crescimento das vendas.</p>	<p><i>Não</i> – não há evidências significativas de que as empresas reagem de forma diferente quanto ao desempenho do lucro, perante crises económicas.</p>



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Álvarez, R. e Görg, H. (2007), “Multinationals as stabilizers?: economic crisis and plant employment growth”, Central Bank of Chile, Working Paper No. 412.
- Álvarez, R., Görg, H. (2009), “Multinationals and plant exit: evidence from Chile”, *International Review of Economics and Finance*, 18, 45-51.
- Ang, J. B. (2008), "Determinants of foreign direct investment in Malaysia." *Journal of Policy Modeling* 30(1): 185-189.
- Aydin, N., Sayim, M. e Yalama, A. (2007), “Foreign ownership and firm performance: evidence from Turkey”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 11, 103-111.
- Barbosa, L., Lacerda, A. e Ribeiro, N. (2007), “Investimento e situação financeira das empresas portuguesas”, *Boletim Económico*, Inverno.
- Barbosa, N. e Louri, H. (2005), “Corporate performance: does ownership matter? A comparison of foreign- and domestic-owned firms in Greece and Portugal”, *Review of Industrial Organization*, 27, 1, 73-102.
- Barbosa, N., Guimarães, P. e Woodward, D. (2004), “Foreign entry in an open economy: the case of Portugal”, *Applied Economics*, 36, 5, 465 – 472.
- Basti, E. e Bayyurt, N. (2008), "Efficiency performance of foreign-owned firms in Turkey." *Transformations in Business & Economics*, 7, 3, 20-30.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. e Maksimovic, V. (2005), “Financial and legal constraints to growth: does firm size matter?”, *The Journal of Finance*, 60, 1, 137-177.
- Belderbos, R. e Zou, J. (2007), “On the growth of foreign affiliates: multinational plant networks, joint ventures and flexibility”, *Journal of International Business Studies*, 38, 7, 1095-1112.

- Bellak, C. (2004), "How performance gaps between domestic and foreign firms matter for economic policy?", *Transnational Corporations*, 13, 2, 29-55.
- Benvignati, A. (1987), "Domestic Profit Advantages of Multinational Firms", *The Journal of Business*, 60, 3, 449-461.
- Berry, A., Rodriguez, E. e Sandee, H. (2001), "Small and medium enterprise dynamics in Indonesia", *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 37, 3, 363-8.
- Blalock, G., Gertler, P. e Levine, D. (2005), "Investment following a financial crisis: does foreign ownership matter?", Mimeo, Cornell University.
- Bronzini, R. (2007), "FDI inflows, agglomeration and host country firms' size: Evidence from Italy." *Regional Studies*, 41, 7, 963-978.
- Cameron, A. C. e Trivedi, P. K., (2009), "Microeconometrics using Stata", A Stata Press Publication.
- Cardoso, V. (2008), Foreign multinationals and domestic companies in Portugal: are there significant performance gaps?, Tese de mestrado apresentada na Faculdade de Economia da Universidade do Porto: Portugal.
- Chidlow, A.; Salciuviene, L. e Young, S. (2009), "Regional determinants of inward FDI distribution in Poland." *International Business Review* 18, 2, 119-133.
- Chung, C. e Beamish, P. (2005a), "The impact of institutional reforms on characteristics and survival of foreign subsidiaries in emerging economies", *Journal of Management Studies*, 42, 1, 35-62.
- Chung, C. e Beamish, P. (2005b), "Investment mode strategy and expatriate strategy during times of economic crisis", *Journal of International Management*, 11, 331-355.
- Chung, C., Lu, J., Beamish, P. (2008), "Multinational networks during times of economic crisis versus stability", *Management International Review*, 48, 3, 279-296.
- Criscuolo, C. (2005a), "Foreign affiliates in OECD economies: presence, performance and contribution to host countries growth", *OECD Economic Studies* No. 41, 109-137, 2005/2.

Criscuolo, C. (2005b), "The contribution of foreign affiliates to productivity growth: evidence from OECD countries", OECD Science, Technology and Industry Working Papers 2005/8, OECD.

De Backer, K. e Sleuwaegen, L. (2005), "A Closer Look at the Productivity of Foreign Affiliates", *International Journal of the Economics of Business*, 12, 1, 17-34.

Delios, A. e Beamish, P. W. (1999), "Geographic Scope and Performance of Japanese Firms", *Strategic Management Journal*, 20, 711-727.

Desai, M. A., Foley, C. F. e Forbes, K. J. (2008), "Financial Constraints and Growth: Multinational and Local Firm Responses to Currency Depreciations." *Review of Financial Studies* 21, 6, 2857-2888.

Desai, M., Foley, C. e Forbes, K. (2004), "Financial constraints and growth: multinational and local firm responses to currency crises", National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 10545.

Desai, M., Foley, C., e Forbes, K. (2006), "Financial constraints and growth: multinational and local firm responses to currency crises", retirado de <http://www.people.hbs.edu/ffoley/DFFSelters.pdf>.

Driffield, N. e Munday, M. (2000), "Industrial Performance, Agglomeration, and Foreign Manufacturing Investment in the UK", *Journal of International Business Studies*, 31, 1, 21-37(17).

Dunne, P. e Hughes, A. (1994), "Age, size, growth and survival: UK companies in the 1980s", *Journal of Industrial Economics*, 42, 2, 115-140.

Dunning, J. (1981), "International production and the multinational enterprise". London: Allen and Unwin

Dunning, J. (1988), "The eclectic paradigm of international production: A restatement and some possible extensions." *Journal of International Business Studies*, 19, 1, 1-31.

Dunning, J. (1993), "Multinational enterprises and the global economy", Addison Wesley Publishing Company.

Edgington, D. e Hayter, R. (2001), "Japanese direct foreign investment and the Asian financial crisis", *Geoforum*, 32, 103-120.

Elango, B. e Sethi, S. P. (2007), "An Exploration of the Relationship between Country of Origin (COE) and the Internationalization- Performance Paradigm", *Management International Review*, 47, 369-392.

Evans, D. (1987), "The relationship between firm growth, size and age: estimates for 100 manufacturing industries", *Journal of Industrial Economics*, 35, 4, 567-581.

Farinha, L. e Mata, J. (1996), "The Impact of Foreign Direct Investment in the Portuguese Economy", Banco de Portugal Working Paper 16-96.

Forbes, K. (2002), "How do large depreciations affect firm performance?", National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 9095.

Freitas, M. L. e Paes Mamede, R. (2008), "Structural transformations and the role of foreign direct investment in Portugal: a descriptive analysis for the period 1990-2005", GEE Papers, Working Paper No. 9.

Fukao, K. (2001), "How Japanese subsidiaries in Asia responded to the regional crisis – an empirical analysis based on the MITI survey", in Ito, T., Krueger, A. (Eds.), *Regional and global capital flows: macroeconomics causes and consequences*, 267-310, NBER-EASE Volume 10, NBER Books.

Gertler, M. e Gilchrist, S. (1994), "Monetary policy, business cycles and the behavior of small manufacturing firms", *The Quarterly Journal of Economics*, 109, 2, 309-340.

Görg, H. e Strobl, E. (2003), "Footloose" multinationals?", *The Manchester School*, 71, 1, 1-19.

Gugler, K. (1998), "Corporate ownership structure in Austria", *Empirica*, 25, 3, 285-307.

Guimarães, P., Figueiredo, O. e Woodward, D. (2000), “Agglomeration and the location of foreign direct investment in Portugal”, *Journal of Urban Economics*, 47, 115-135.

Gujarati, D. (2004), “Basic Econometrics”, 4th Edition, The McGraw-Hill Company, New York.

Higson, C., Holly, S. e Kattuman, P. (2002), “The cross-sectional dynamics of the US business cycle: 1950–1999”, *Journal of Economic Dynamics & Control*, 26, 1539-1555.

Hymer, Stephen H. (1976), “The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment”. Cambridge, MA: MIT Press.

Informa D&B (2010), “500 maiores e melhores”. Revista Exame Especial 2010, Expresso, Impresa publishing

Johnston, J. e Dinardo, J. (2001), “Métodos Económicos”, 4.<sup>a</sup> Edição, Editora McGraw-Hill de Portugal, Amadora.

Kang, S. J. e Lee, H. S. (2005), "Location choice of multinational companies in China: Korean and Japanese companies." *Proceedings of the 2005 International Conference on Management Science & Engineering (12th)*, Vols 1- 3: 1324-1327.

Kang, S. J. e Lee, H. S. (2007), "The determinants of location choice of South Korean FDI in China." *Japan and the World Economy* 19(4): 441-460.

Karlsson, S., Lundin, N., Sjöholm, F. e He, P. (2009), “Foreign firms and Chinese employment”, *The World Economy*, 31, 1, 178-201.

Kim, W. e Lyn, E. (1990), “FDI theories and the performance of foreign multinationals operating in the U.S.”, *Journal of International Business Studies*, 21, 1, 41-54.

Kimura, F. e Kiyota, K. (2007), “Foreign-owned versus domestically-owned firms: economic performance in Japan”, *Review of Development Economics*, 11, 1, 31-48.

Kumar, M. (1984), “Comparative analysis of UK domestic and international firms”, *Journal of Economic Studies*, 11, 3, 26-42.

Lee, S. e Makhija, M. (2009), “Flexibility in internationalization: is it valuable during an economic crisis?”, *Strategic Management Journal*, 30, 537-555.

Lipsey, R. (2001), “Foreign investment in three financial crisis”, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 8084.

Lopes, Cerqueira e Brandão (2011), “The financial reporting quality effect on European firm performance” FEP Working Papers No. 403.

Luo, Y. e Tan, J. (1998), “A comparison of multinational and domestic firms in an emerging market: a strategic perspective”, *Journal of International Management*, 4, 1, 21-40.

Majumdar, S. K. (1997), “The Impact of Size and Age on Firm-Level Performance: Some Evidence from India”, *Review of Industrial Organization*, 12, 231-241.

McGowan, C. B. (2007), “Using financial ratios to differentiate domestic and multinational corporations”, *Applied Financial Economics*, 17, 1071-1074.

Michel, A. e Shaked, I. (1986), “Multinational corporations vs. domestic corporations: financial performance and characteristics”, *Journal of International Business Studies*, 89-100.

Narjoko, D. e Hill, H. (2007), “Winners and losers during a deep economic crisis: firm level evidence from Indonesian manufacturing”, *Asian Economic Journal*, 21,4, 343-368.

OCDE (1994), “OECD reviews on foreign direct investment – Portugal”, *OECD Reviews on Foreign Direct Investment*, Abril.

Özler, S. e Taymaz, E. (2004), “Does foreign ownership matter for survival and growth? Dynamics of competition and foreign direct investment”, *Economic Research Center*, Working Paper No. 04/06.

Poon, J. e Thompson, E. (2001), “Effects of the Asian financial crisis on transnational capital”, *Geoforum*, 32, 121-131.

- Qian, G., Yang, L. e Wang, D. (2003), “Does Multinationality Affect Profit Performance? An Empirical Study of US SMEs”, *Journal of General Management*, 28, 4, 37-46.
- Ramstetter, E. (1999), “Comparisons of foreign multinationals and local firms in Asian manufacturing over time”, *Asian economic Journal*, 12, 2, 163-203.
- Rocha, V. (2010), “Performance and survival of foreign and domestic firms during crises”, Tese de mestrado apresentada na Universidade de Aveiro: Portugal.
- Shaver, J.M. e Flyer, F. (2000), “Agglomeration economies, firm heterogeneity, and foreign direct investment in the United States”, *Strategic Management Journal*, 21, 12, 1175–1193.
- Takii, S. e Ramstetter, E. (2005), “Multinational presence and labour productivity differentials in Indonesian manufacturing, 1975–2001.” *Bulletin of Indonesian Economic Studies*, 41, 2, 221–242.
- Taymaz, E. e Özler, S. (2007), “Foreign ownership, competition and survival dynamics”, *Review of Industrial Organization*, 31, 23-42.
- Torres-Reyna, O., “Panel data analysis – fixed e random effects (using Stata 10.x)”, <http://dss.princeton.edu/training/> - consultado em 01.Agosto.2011
- Varum, C. e Rocha, V. (2010), “Do foreign and domestic firms behave any different during economic slowdowns?” *International Business Review*, doi:10.1016/j.ibusrev.2010.06.001
- Varum, C. A., Rocha, V. C. e Silva, H. V. (2010), “Foreign ownership and firm hazard during crises: the moderating role of industry’s technological intensity”, *The Empirical Economics Letters*, 9, 12.
- Wang, H., Huang, H. e Bansal, P. (2005), “What determined success during the Asian economic crisis? – The importance of experiential knowledge and group affiliation”, *Asia Pacific Journal of Management*, 22, 89-106.