

**A estrutura de capital das empresas industriais portuguesas: O caso do setor do têxtil e vestuário.**

The capital structure of portuguese industrial companies: The case of the textile and clothing sector.

**Pedro Granado**<sup>1</sup>

**Luís Pacheco**<sup>2</sup>

**Elisabete Vieira**<sup>3</sup>

DOI: <https://doi.org/10.54663/2183-3826.2022.v8.n15.45-77>

**RESUMO**

**Objetivo:** Este artigo analisa os determinantes da estrutura de capital nas empresas do setor têxtil e do vestuário em Portugal, tendo como objetivo principal obter evidência empírica sobre o papel dos fatores específicos da empresa na decisão da estrutura de capital. Recorreu-se a este setor de atividade, dado ser um dos setores mais relevantes na economia portuguesa, em termos de emprego, volume de negócios e exportações, sendo um dos poucos setores de atividade com um saldo positivo na balança comercial de Portugal.

**Metodologia:** A metodologia utilizada consiste na estimação de um modelo de regressão linear múltipla com recurso ao método dos mínimos quadrados (OLS) durante o período 2015-2019, utilizando dados anuais de 449 empresas deste setor de atividade.

**Resultados:** O estudo apresenta evidência de maior poder explicativo no caso do endividamento de curto prazo. Contudo, apenas a hipótese testada para a variável “oportunidades de crescimento” foi validada. Os resultados indicam que as teorias financeiras sobre a estrutura de capital, por si só, não fornecem uma explicação sobre como as empresas analisadas estão financiadas neste setor específico. Por fim, conclui-se que as empresas do setor têxtil e do vestuário tendem a depender excessivamente da dívida de curto prazo, aumentando o seu risco financeiro.

---

<sup>1</sup> Universidade Portucalense (Porto - Portugal) - Departamento de Economia e Gestão; e-mail: [pedro.manuel.granado@gmail.com](mailto:pedro.manuel.granado@gmail.com)

<sup>2</sup> Universidade Portucalense (Porto - Portugal) - Departamento de Economia e Gestão; REMIT - Research on Economics, Management and Information Technologies; e-mail: [luisp@uportu.pt](mailto:luisp@uportu.pt) (corresponding author)

<sup>3</sup> Unidade de investigação GOVCOPP; ISCA-UA - Universidade de Aveiro; e-mail: [elisabete.vieira@ua.pt](mailto:elisabete.vieira@ua.pt)

A estrutura de capital das empresas industriais portuguesas: O caso do setor do têxtil e vestuário.

**Originalidade/valor:** O artigo é relevante para a academia, bem como para os tomadores de decisão relativamente à estrutura de capital das empresas.

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

### ABSTRACT

**Purpose:** This study analyzes the determinants of capital structure in textile and clothing firms in Portugal. The purpose of the paper is to obtain empirical evidence on the role of company-specific factors in the decision of the capital structure. This sector was used, since it is relevant on the Portuguese economy in what concerns employment, turnover and exportations, being one of the few activities with a positive balance trade in Portugal.

**Methodology:** The methodology consists on a multiple linear regression model using the least squares method (OLS) during the period 2015-2019, using annual data from 449 firms, in order to analyze the manifested impacts and its explanatory value.

**Fidings:** The study presents evidence of greater explanatory power for short-term indebtedness. The only hypothesis that was validated, is the one associated with the variable “growth opportunities”, according with the theoretical relation with indebtedness suggested by the theory. The results indicate that the financial theories about the capital structure, by itself, do not provide an explanation about how the analyzed firms are financed in this specific sector. Finally, the study concludes that firms in the textile and clothing sector tend to rely excessively on short-term debt, increasing the financial risk.

**Originality/value:** The study is relevant to the academy, as well as the managers that need to make decisions about capital structure.

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

**Received on:** 2022.01.06

**Approved on:** 2022.02.14

Evaluated by a double blind review system

## **1. Introdução**

A estrutura de capital (EC) tem sido um tema amplamente debatido nos últimos anos, no domínio das finanças empresariais. Apesar disso, não existe uma conclusão definitiva e os resultados de investigação não são consensuais.

Uma das considerações a ter no estudo deste tema é a de que não existe um resultado universal extraído das investigações previamente elaboradas, bem como um modelo que seja genericamente usado, havendo ainda possibilidade de se estudar mais profundamente o assunto, visto que o acesso às fontes de financiamento adequadas em termos de valores, maturidades e custos, condiciona fortemente o sucesso das empresas. Tendo por base a importância que a estrutura de capitais tem para as decisões estratégicas e para o funcionamento normal das empresas, o objetivo deste artigo é investigar os fatores determinantes da EC das empresas da indústria têxtil e vestuário (ITV) em Portugal.

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

A abordagem metodológica a utilizar inclui dados em painel provenientes de uma amostra de empresas do setor ITV, recorrendo ao método dos mínimos quadrados ordinários (*Pooled OLS*) para estimar o modelo explicativo da EC, dado que foi o que se mostrou mais adequado.

O artigo está dividido em seis secções. Além desta introdução, a segunda secção inclui a revisão da literatura, bem como uma breve caracterização do setor têxtil e vestuário em Portugal. Na secção 3 é delineada a metodologia e são formuladas as hipóteses a testar. A secção 4 apresenta a amostra dos dados utilizados, apresentando estatísticas descritivas das variáveis e na secção 5 descrevem-se os resultados obtidos e procede-se à discussão dos mesmos. Finalmente, a última secção tece as principais conclusões.

## **2. Revisão da literatura**

### **2.1. Teoria de Modigliani e Miller**

Modigliani e Miller (1958, MM) concluíram que a EC não influencia o valor das empresas, partindo de um conjunto de pressupostos, associados a um mercado de capitais

perfeito. Os pressupostos do modelo são essencialmente os seguintes: a) mercados de capitais perfeitos; b) as empresas e os indivíduos acedem ao mercado do crédito com a mesma facilidade e à mesma taxa e; c) inexistência de impostos e de custos de insolvência financeira.

Os custos totais de capital da empresa são independentes da EC, dependendo apenas do retorno sobre o capital total. Este argumento pode ser redefinido de forma que a composição da EC da empresa não tenha influência no seu valor, não fazendo sentido considerar o volume de fontes internas e externas da mesma.

Abeywardhana (2017) refere que a teoria da irrelevância da EC de MM (1958) é considerada como o ponto de partida da teoria moderna da EC. Os valores mobiliários são negociados em mercados de capitais perfeitos, todas as informações relevantes estão disponíveis para a tomada de decisão por *insiders* e *outsiders* (sem assimetria de informações), ou seja, não existem custos de transação, custos de falência e tributação. São possíveis empréstimos para empresas e investidores individuais com a mesma taxa de juro que permite a alavancagem interna, empresas que operam em classes de risco semelhantes e têm um poder operacional semelhante, juros a pagar sobre a dívida não economizam impostos e as empresas seguem uma política de 100% de pagamento de dividendos. Sob essas premissas, a teoria de MM provou que não existe um índice ótimo de dívida em relação ao património e a EC é irrelevante para a riqueza dos acionistas.

Várias foram as críticas ao facto de MM recorrerem a pressupostos simplificadores, que não se verificam na realidade, principalmente a assunção da não existência de impostos, pelo que, anos mais tarde, Modigliani e Miller (1963) concluíram que, na presença de impostos, o valor da empresa endividada é igual ao valor da empresa não endividada, adicionado do valor atual dos benefícios fiscais proporcionados pelo endividamento. Ou seja, o valor da empresa está positivamente relacionado com o seu nível de endividamento.

## **2.2. Teoria da agência**

A teoria da agência considera dois grandes grupos de participantes - diretores e agentes - cujos interesses são claramente definidos. Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas contratam outra pessoa

para realizar algum serviço em seu nome, o que envolve a delegação de alguma autoridade de tomada de decisão ao agente. Se ambas as partes no relacionamento são maximizadores de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal.

O principal pode limitar as divergências do seu interesse estabelecendo incentivos apropriados para o agente e incorrendo em custos de monitorização destinados a limitar as atividades egoístas do agente. Segundo Jensen e Meckling (1976), os problemas de agência surgem quando os interesses destas partes divergem, pois as decisões tomadas pelo agente têm como objetivo maximizar a sua riqueza pessoal, e nem sempre coincidem com as do acionista, que tem como objetivo principal maximizar o valor da empresa. Pressupõe-se a existência de agentes interessados em maximizar a riqueza económica pessoal e, ao mesmo tempo, minimizar o esforço pessoal (Lubatkin, Lane, Collin & Very, 2007).

Os custos de agência originados por este conflito de interesses afetam o valor da empresa, por isso torna-se importante encontrar uma EC que minimize o seu valor. Uma empresa que detenha um elevado nível de endividamento, incorre em elevados custos de agência relacionados com a dívida, o que afeta negativamente o seu valor.

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

### **2.3. Teoria *trade-off***

A teoria *trade-off* (Kraus & Litzenberger, 1973) defende que as empresas escolhem como estrutura ótima de capital aquela que maximiza o seu valor, baseando-se no *trade-off* entre os benefícios e os custos provenientes do financiamento através de dívida. Myers (1984) afirma que esta teoria defende que as empresas devem procurar uma EC ótima que maximize os benefícios e minimize os custos de endividamento.

O principal benefício da dívida em relação ao capital próprio é de natureza tributária, já que os juros são dedutíveis para efeitos fiscais, enquanto os dividendos não. Esse benefício aumenta com a taxa de impostos da entidade que assume a dívida. No que respeita aos custos, estes centram-se nos custos de falência e nos custos de agência entre acionistas e obrigacionistas.

Segundo Abdeljawad, Mat-Nor, Ibrahim e Abdul-Rahim (2013), a versão dinâmica da teoria *trade-off* explica o comportamento de ajustamento do índice de alavancagem, que ocorrem quando o custo do desvio do rácio objetivo excede o custo do ajustamento em relação a essa meta (Fischer, Heinkel & Zechner, 1989). Uma vantagem do recurso dinâmico é que, uma vez que o ajustamento em direção ao objetivo é uma característica da teoria *trade-off*, ele pode ser usado para validar a teoria *trade-off* face a outras teorias da EC que não presumem a existência de um valor objetivo para a alavancagem, isto é, a teoria da *pecking order* (Myers & Majluf, 1984) e a teoria do *market timing* (Baker & Wurgler, 2002).

#### **2.4. Teoria *pecking order***

Tendo por base a existência de assimetria de informação entre gestores (*insiders*) e investidores (*outsiders*), e considerando que os gestores têm mais informações sobre a empresa do que os investidores, Myers e Majluf (1984) desenvolveram a teoria *pecking order*, segundo a qual não existe um valor ótimo para a EC. Esta teoria defende que as empresas devem dar prioridade às fontes de financiamento com um "nível de esforço menor", ou seja, ao autofinanciamento, recorrendo a dívida apenas quando o autofinanciamento não é suficiente para as necessidades de capital das empresas. A última fonte de financiamento será o recurso a aumento de capital próprio, dado o seu custo mais elevado.

Myers e Majluf (1984) argumentam que o capital próprio é o meio de financiamento menos privilegiado, pois quando os gestores emitem novas ações, os investidores acreditam que estes têm a convicção de que a empresa está sobrevalorizada, tentando aproveitar esta vantagem. Assim, os investidores darão um valor menor à emissão de novas ações. Mota (2012) afirma que, segundo esta teoria, a EC de uma empresa não se baseia no nível ótimo de endividamento que maximiza o valor da empresa, mas sim nas

decisões entre as fontes de financiamento de forma hierárquica, tendo como objetivo minimizar os custos provocados pela assimetria de informação. Resumindo, as empresas escolhem os capitais de acordo com a seguinte ordem de preferência: autofinanciamento, dívida, e capital próprio (Chen & Chen, 2011).

Comparando as duas teorias (*trade-off* e *pecking order*), podemos concluir que, enquanto a teoria *trade-off* sugere uma relação positiva entre a rentabilidade e o endividamento, a teoria *pecking order* sugere uma relação negativa entre as duas variáveis, o que poderá ser um indício de que as duas teorias não se complementam. Contudo, foram vários os estudos empíricos que encontraram evidência capaz de suportar ambas as teorias, como sejam os trabalhos de Rajan e Zingales (1995), Brounen, de Jong e Koedijk (2006), Serrasqueiro e Caetano (2015), Rahman (2019) e Yousef (2019).

## 2.5. Evidência empírica

Embora a literatura não seja muito extensa, existem alguns estudos empíricos que se focaram nos determinantes da EC dos setores do têxtil e vestuário.

Dezi e Del Giudice (2014) analisaram a relação entre o desempenho económico e as opções de endividamento, considerando uma amostra de Pequenas e Médias Empresas (PME) italianas do setor do têxtil e vestuário, concluindo que as empresas que, em média, tendem a ter resultados económicos positivos, recorreram, preferencialmente, ao autofinanciamento, e que as empresas que registaram resultados médios negativos, recorreram mais ao endividamento externo. À semelhança de outros estudos, os autores concluíram que não existe uma estrutura financeira ótima, uma vez que a relação ideal entre dívida e capital próprio muda dinamicamente ao longo do tempo.

Ullah, Uddin, Abdullah e Islam (2017), numa análise de empresas do mesmo setor cotadas em Bolsa, para o período de 2010 a 2015, evidenciam que a rentabilidade e a idade da empresa influenciam negativamente o endividamento. Ullah, Pinglu, Ullah, Zaman e Hashmi (2020) analisaram o papel da EC no desempenho financeiro de 90 empresas têxteis cotadas na Bolsa de Valores do Paquistão, durante o período de 2008-2017, validando a teoria da agência.

Portanto, os resultados existentes na literatura indicam que as teorias financeiras sobre a EC, por si só, não fornecem uma explicação cabal sobre como as empresas se financiam, em particular as dos setores aqui estudados.

## **2.6. O setor têxtil e vestuário em Portugal**

Segundo a Associação Têxtil e Vestuário de Portugal (ATP, <https://atp.pt>), em 2019, a ITV portuguesa era constituída por cerca de 6 mil sociedades e 5.900 empresas individuais, as quais empregavam, no total, cerca de 138 mil trabalhadores diretos, produziam 7,5 mil milhões de euros e geravam um volume de negócios de 7,6 mil milhões de euros, dos quais 5,3 mil milhões de euros eram fruto da atividade exportadora.

É um dos setores mais importantes da economia nacional, representando, à data de 2019, cerca de 10% das exportações nacionais, 19% do emprego e 8% do volume de negócios da indústria transformadora. É também um dos poucos setores de atividade com um saldo positivo na balança comercial de bens registando, frequentemente, um saldo superior a mil milhões de euros.

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

Analisando os dados da ATP, concluímos que os principais países para onde mais se exporta são: Espanha, França, Alemanha, Reino Unido, EUA e Itália. Comparando o ano de 2019 com 2020, houve um decréscimo bastante significativo em Espanha (principal cliente) e Itália, e ligeiro no Reino Unido e EUA. A razão principal para esta descida abrupta das exportações deveu-se à pandemia da Covid-19 que começou no início de 2020.

Ainda assim, Espanha é sem dúvida o grande cliente das exportações portuguesas neste setor, pois exporta-se quase o triplo em relação ao segundo maior cliente que é a França, tal como podemos observar na Tabela 1.



**Tabela 1: Principais clientes em milhões de euros**

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

Fonte: ATP - Associação Têxtil e Vestuário de Portugal.

Nota: Elaboração própria com base nos dados da ATP.

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

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

**Tabela 2: Principais fornecedores em milhões de euros**

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

Fonte: ATP - Associação Têxtil e Vestuário de Portugal.

Nota: Elaboração própria com base nos dados da ATP.

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

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

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

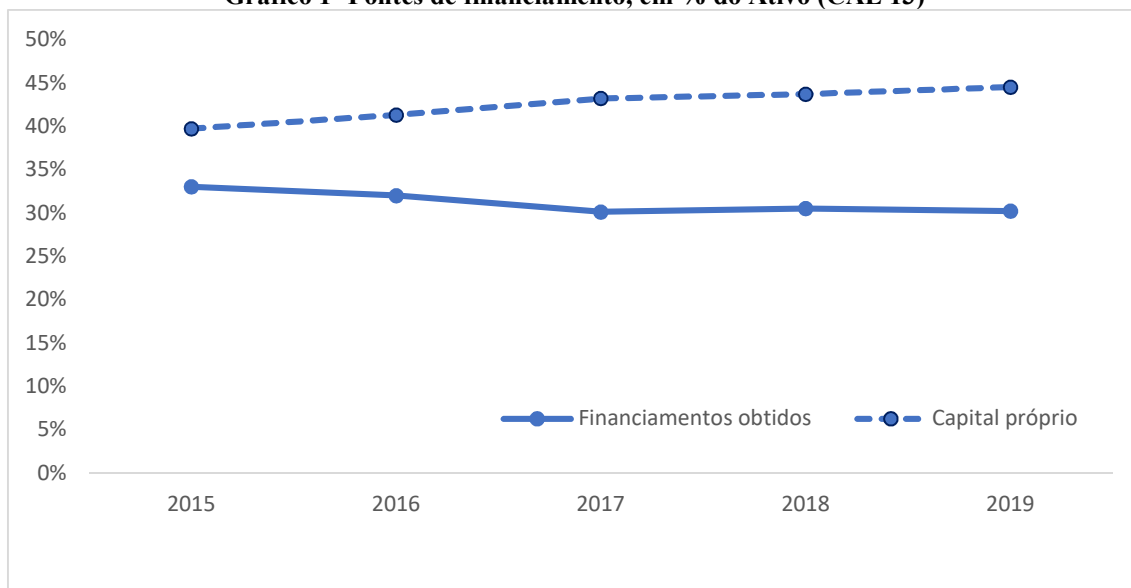
- Produção de tecidos de malha e outros tecidos;
- Atividades de acabamento, para que os tecidos adquiram as características exigidas (inclui branqueamento, impressão, tingimento, impregnação, revestimento e plastificação);
- Transformação desses tecidos em produtos, nomeadamente: vestuário (tricotado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

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

Para análise da EC da ITV, foram recolhidos dados nos “quadros do setor” disponíveis no sítio do Banco de Portugal (<https://www.bportugal.pt/QS/qsweb/Dashboards>), para as empresas com a Classificação das Atividades Económicas (CAE) 13 e 14.

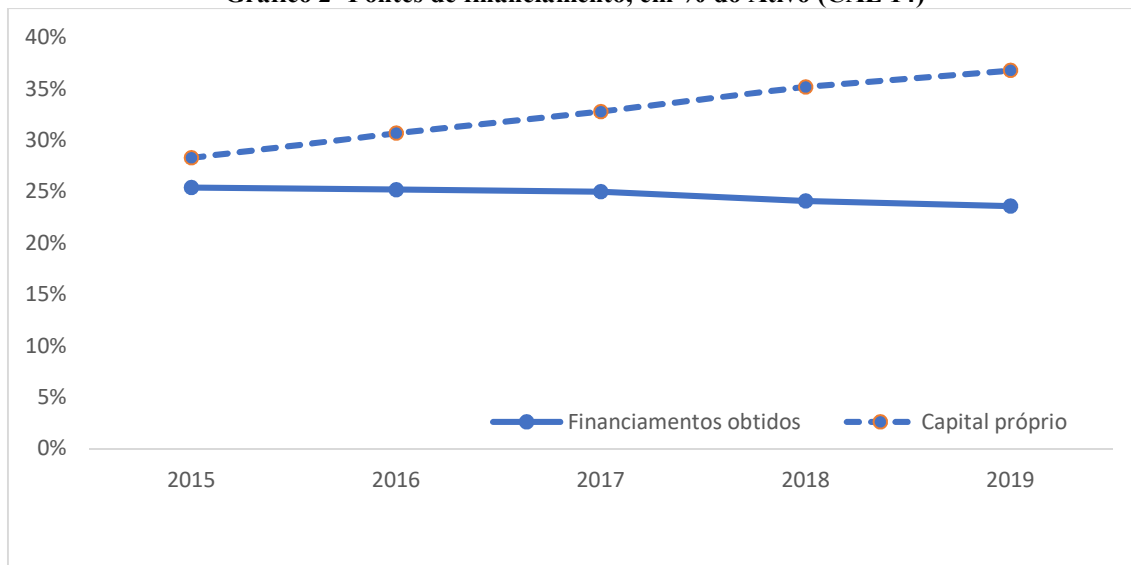
Em ambos os casos, as fontes de financiamento são em maior número do capital próprio e com tendência a aumentar ao contrário dos financiamentos obtidos externamente, os quais vão diminuindo ao longo dos cinco anos considerados nos Gráficos 1 e 2, respetivamente para as CAE 13 (“Indústria do vestuário”) e 14 (“Fabricação de têxteis”).

**Gráfico 1- Fontes de financiamento, em % do Ativo (CAE 13)**



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

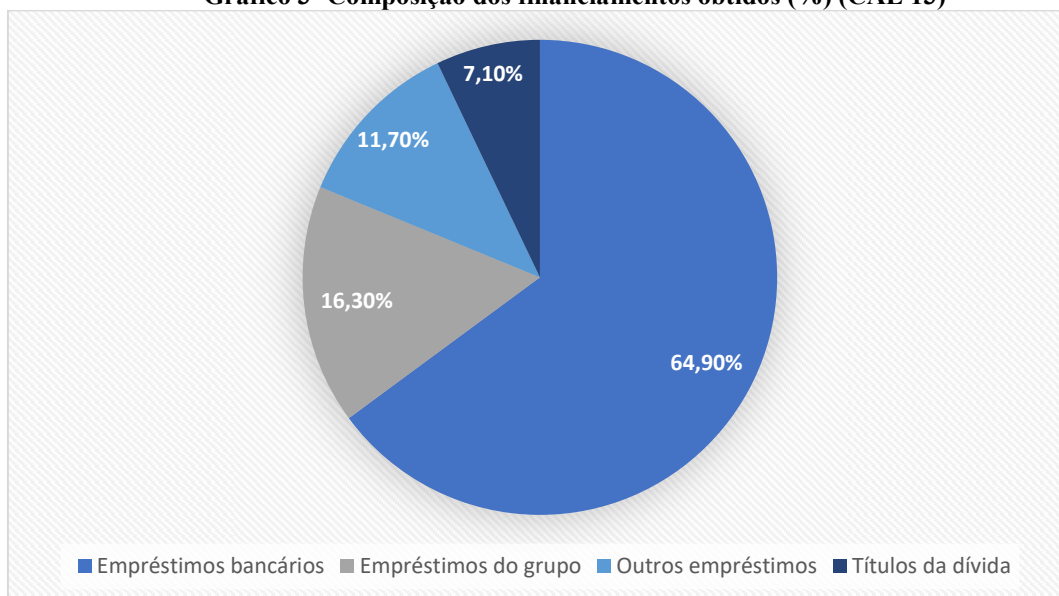
**Gráfico 2- Fontes de financiamento, em % do Ativo (CAE 14)**



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

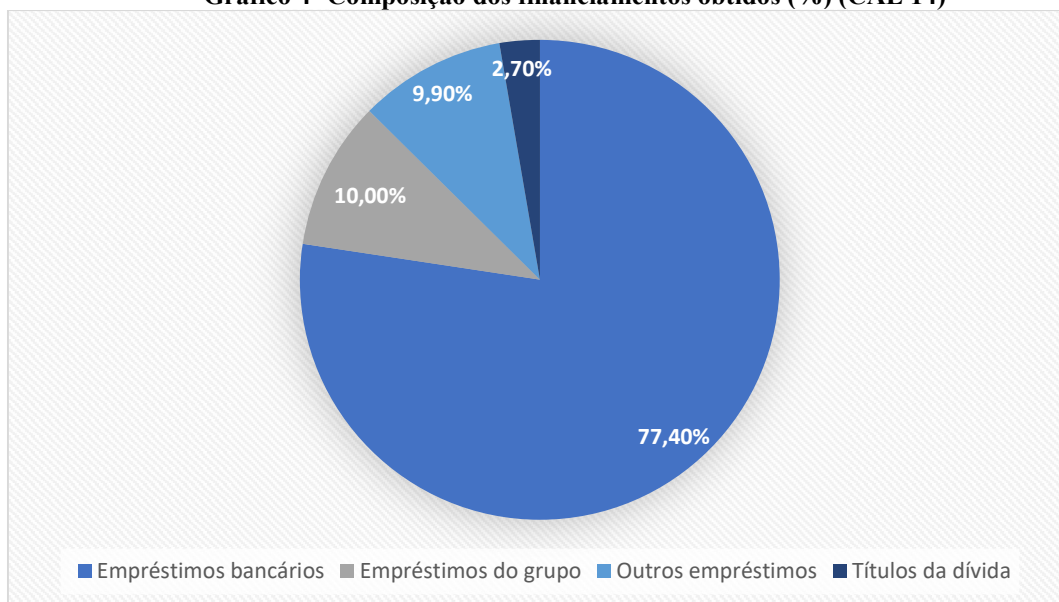
O Gráfico 3 e o Gráfico 4 apresentam a composição dos financiamentos obtidos das empresas com a CAE 13 e CAE 14, respetivamente, em 2019.

**Gráfico 3- Composição dos financiamentos obtidos (%) (CAE 13)**



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

**Gráfico 4- Composição dos financiamentos obtidos (%) (CAE 14)**

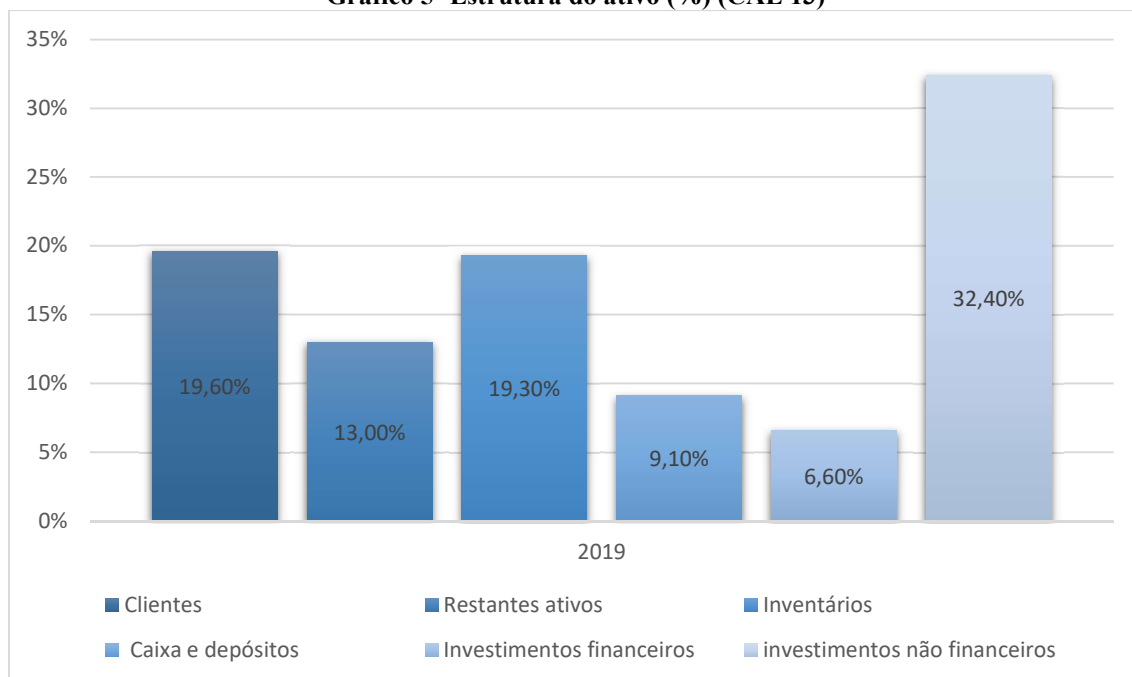


Fonte: Elaboração própria, com base nos “Quadros do setor” do Banco de Portugal.

Como se pode observar, a composição dos financiamentos obtidos é semelhante nas duas CAE. De realçar que a maior parte dos financiamentos são empréstimos bancários e a menor percentagem provem de títulos de dívida.

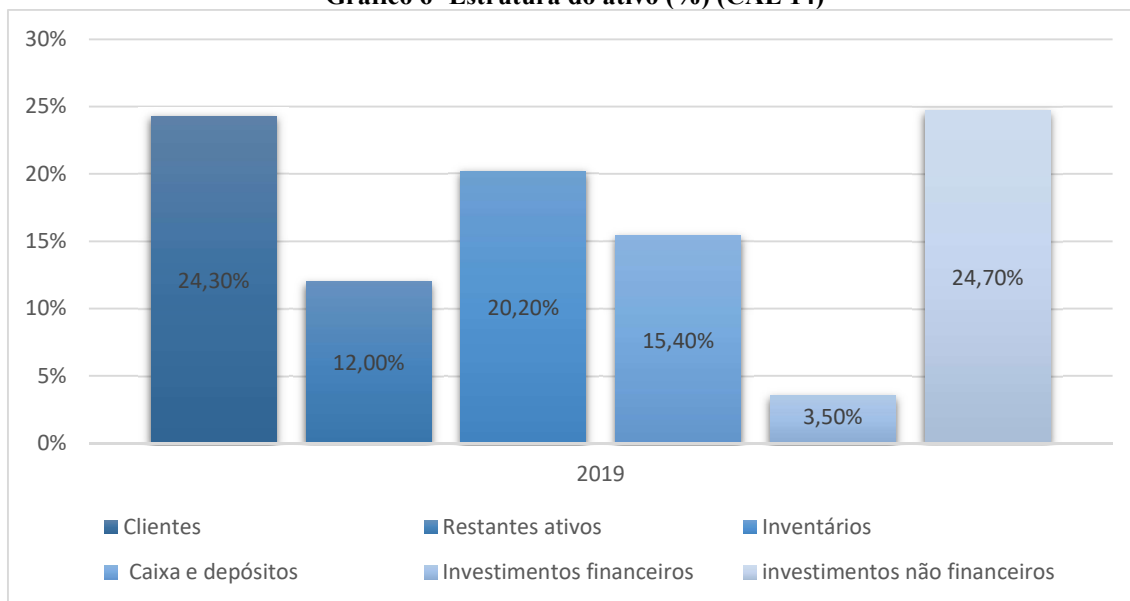
Analisando a estrutura do ativo destas empresas (Gráficos 5 e 6), podemos ver que a percentagem menor está associada aos investimentos financeiros. Para empresas com a CAE 13, a percentagem de investimentos não financeiros é significativamente predominante, ao contrário das empresas da CAE 14 que, embora seja a que tenha maior percentagem, é bastante semelhante à parcela dos clientes e dos inventários, estando a composição do ativo neste caso mais espartilhada entre diferentes tipos de aplicações.

Gráfico 5- Estrutura do ativo (%) (CAE 13)



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

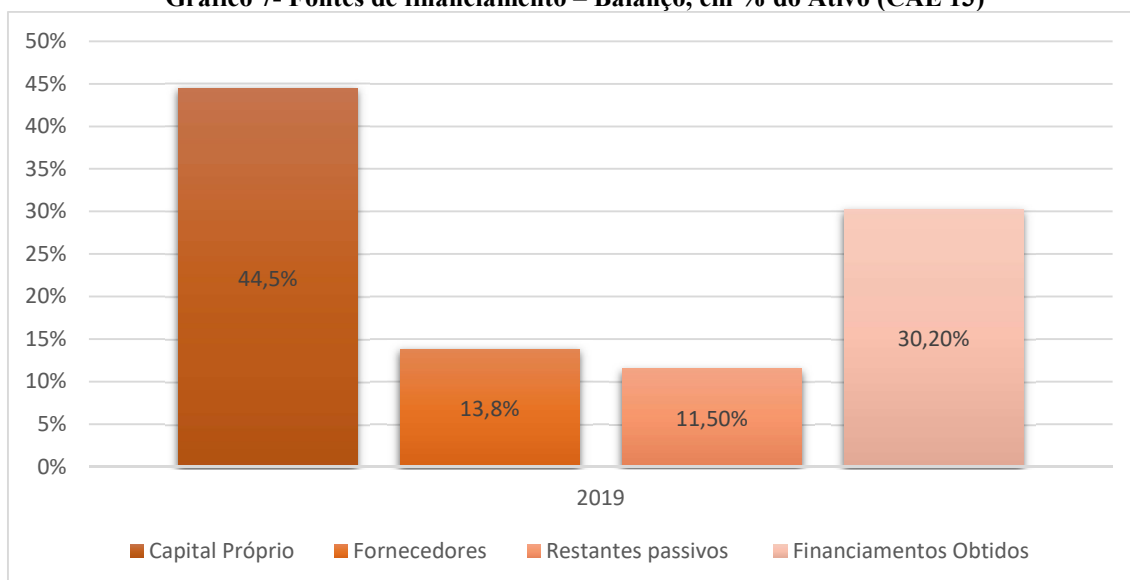
**Gráfico 6- Estrutura do ativo (%) (CAE 14)**



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

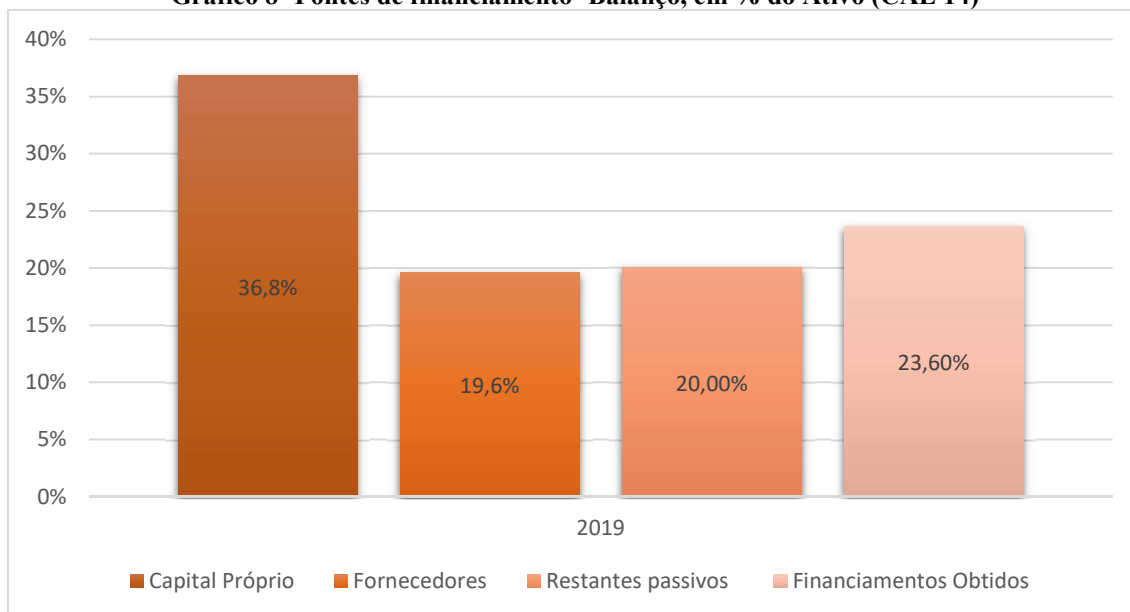
Através dos Gráficos 7 e 8, e comparando os dois, verificamos que as empresas com a CAE 14 se financiam mais com fornecedores e restantes passivos do que as empresas da CAE 13, e que estas apresentam uma predominância maior do capital próprio e dos financiamentos obtidos, face às primeiras.

**Gráfico 7- Fontes de financiamento – Balanço, em % do Ativo (CAE 13)**



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

**Gráfico 8- Fontes de financiamento- Balanço, em % do Ativo (CAE 14)**



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

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

O ativo destes setores é maioritariamente constituído por clientes, inventários e investimentos financeiros e a maior parte da composição dos financiamentos provem de empréstimos bancários, o que seria de esperar dada a característica de dependência das empresas portuguesas face à banca.

### 3. Metodologia e Hipóteses

#### 3.1 Hipóteses

Tendo por base a revisão da literatura e a evidência empírica anterior, enunciam-se as diferentes hipóteses formuladas.

##### 3.1.1. Rendibilidade (ROE/ROA)

A teoria *trade-off* espera uma relação positiva entre a rendibilidade e o endividamento. Por outro lado, a teoria *pecking order* argumenta que as empresas mais rentáveis terão

maior capacidade para se financiar com autofinanciamento, preferindo utilizar estes fundos antes de emitir dívida, sendo assim a relação esperada negativa.

Tendo por base a teoria *trade-off*, formula-se a primeira hipótese:

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

### 3.1.2. Tangibilidade dos Ativos (TANG)

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

Se uma empresa possui uma quantidade maior de ativos fixos, pode adquirir empréstimos em condições mais favoráveis, já que a sua capacidade para fazer face a garantias é maior. Os credores podem impor mais restrições e termos estritos se uma empresa tiver menos ativos tangíveis, portanto, à luz desta teoria, a relação entre tangibilidade dos ativos e o endividamento é positiva.

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

### 3.1.3. Dimensão da empresa (DIM)

A teoria *trade-off* sugere uma relação positiva entre a dimensão das empresas e o endividamento, já que as empresas de maior dimensão apresentam uma maior facilidade de acesso a financiamento externo, dado que tendem a apresentar um maior grau de diversificação, um menor grau de risco e a enfrentar menos dificuldades financeiras (e.g., Ang, 1991; 1992; Degryse, de Goeij & Kappert, 2012; Dasilas & Papasyriopoulos, 2015).

De facto, grande parte dos estudos empíricos encontraram evidência de uma relação positiva entre a dimensão das empresas e o rácio de endividamento, como sejam Chittenden, Hall e Hutchinson (1996), Sogorb-Mira (2005), Psillaki e Daskalakis (2009), Vieira e Novo (2010), Dasilas e Papasyriopoulos (2015) e Balios, Daskalakis, Eriotis e Vasiliou (2016) suportando a hipótese de que o endividamento aumenta à medida que a empresa vai crescendo, nomeadamente devido à diversificação da sua carteira e redução dos custos de falência (Vieira & Novo, 2010).



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

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

#### 3.1.4. Oportunidades de Crescimento (OC)

Segundo Chen e Chen (2011), as oportunidades de crescimento podem produzir efeitos de risco moral e levar as empresas a assumir mais riscos. Para mitigar esse problema, as oportunidades de crescimento devem ser financiadas com capital próprio em vez de dívida, o que pressupõe uma relação negativa entre as OC e o endividamento. Por outro lado, de acordo com a teoria *pecking order*, as empresas com elevadas OC têm um grau de alavancagem mais elevado, uma vez que o crescimento gera a necessidade de se recorrer a fontes de financiamento externas para financiar essas oportunidades, dado que o autofinanciamento tende a não ser suficiente (Michaelas, Chittenden & Poutziouris, 1999; Danso, Lartey, Fosu, Owusu-Agyei & Uddinet, 2019).

Embora a evidência empírica quanto à relação entre as OC e o endividamento não seja consensual, vários foram os estudos que encontraram uma relação positiva entre estas variáveis, nomeadamente os trabalhos de Michaelas et al. (1999), Bevan e Danbolt (2002), Eriotis, Vasiliou e Ventoura-Neokosmidi (2007), Köksal e Orman (2015) e Vo (2017), e, no caso do mercado português, Esperança, Gama e Gulamhussen (2003), Serrasqueiro e Nunes (2011) e Ramalho e Silva (2009). Tendo por base a teoria *pecking order* e a evidência empírica acima mencionada, a quarta hipótese formulada é a seguinte:

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

#### 3.1.5. Depreciações (DEPR)

Segundo DeAngelo e Masulis (1980), o benefício fiscal proporcionado pelo endividamento é limitado, assumindo menor relevância nas decisões de EC do que preconiza o estudo de MM (1963). A partir de um determinado nível de endividamento,

os custos de falência aumentam, podendo mesmo exceder os benefícios fiscais gerados pela dívida, devido à dedução fiscal dos respetivos juros. Consequentemente, as empresas procurarão obter benefícios fiscais resultantes de outras rubricas para além da dívida, nomeadamente através das depreciações, originando assim um menor nível de endividamento. Portanto, segundo a teoria do *trade-off*, espera-se que exista uma relação negativa entre o endividamento e as depreciações, pelo que se formula a seguinte hipótese:

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

### 3.1.6. Índice de Exportações (EXP)

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

Com isto, podemos dizer que existirá uma relação negativa desta variável com o endividamento numa fase inicial e possivelmente positiva numa fase mais posterior. Tendo por base a relação esperada numa primeira fase, apresenta-se a hipótese seguinte:

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

### 3.1.7. Rácio de Liquidez (LIQ)

A teoria *pecking order*, pressupõe uma relação negativa entre a liquidez e o endividamento das empresas, defendendo que as empresas com mais ativos líquidos preferem usar o financiamento interno para investimento, em vez de financiamento externo (Sehrish, Khan & Nafees, 2013). Em termos empíricos, vários estudos encontraram evidência de uma relação negativa entre estas variáveis, como sejam Voulgaris, Asteriou e Agiomirgianakis (2004), Eriotis et al. (2007), De Jong, Kabir e

Nguyen (2008), Bastos e Nakamura (2009), Ahmed, Ahmed e Ahmed (2010) e Sheikh e Wang (2011). Sendo assim, a última hipótese foi formulada do seguinte modo:

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

### 3.2. Metodologia

A metodologia adotada consiste numa análise de regressão, tendo como variável dependente as variáveis de endividamento como variáveis independentes os eventuais determinantes da EC. Dado que estamos perante dados em painel, será selecionado o modelo mais eficaz entre o pooled OLS, o modelo dos efeitos fixos e o modelo dos efeitos aleatórios, de acordo com a estatística F, o teste de Hausman e o teste de Breusch-Pagan.

As variáveis em estudo, apresentadas na Tabela 3, foram escolhidas criteriosamente, indo ao encontro das variáveis utilizadas por outros autores em estudos similares (e.g., Vieira & Novo, 2010; Pacheco, 2016).

**Tabela 3: Variáveis - Fórmula de cálculo e respetivo acrónimo**

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

Fonte: Elaboração própria.

Relativamente à variável dependente – endividamento – este é definido sob três variantes: Endividamento total (ENDIV), Endividamento a curto prazo (ENDIVCP) e Endividamento a médio e longo prazo (ENDIVMLP).

#### 4. Amostra

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

A média das variáveis dependentes e independentes da amostra são apresentadas na Tabela 4.

**Tabela 4: Média das variáveis**

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

Nota: Elaboração própria.

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

De realçar que os índices associados à dívida de médio e longo prazo são, em média, cerca de cinco vezes menores que o rácio da dívida de curto prazo. Esta constatação sugere que as PME do setor do vestuário financiam os seus ativos com passivos de curto prazo, em vez de recorrerem preferencialmente a dívida de médio e longo prazo.

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

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

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

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

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

Através da análise da matriz das correlações entre as variáveis (Tabela 5), verificamos que existe uma relação positiva entre as duas medidas de rentabilidade e correlações também significativas das variáveis tangibilidade, dimensão, oportunidades de crescimento e depreciações em relação às diferentes variáveis de endividamento. Na

generalidade, as correlações entre as variáveis independentes são reduzidas e não significativas, o que não causa problemas quanto à existência de multicolinearidade.

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

	Média	d.p.	ROE	ROA	TANG	DIM	OC	DEPR	EXP	LIQ
ENDIV	0,604	0,217	-0,010	-0,011	-0,083 (***)	-0,081	0,034	0,026	0,002	-0,009
ENDIVCP	0,477	0,205	-0,015	-0,015	-0,083 (***)	-0,055 (***)	0,052 (**)	0,056 (***)	0,018	-0,007
ENDIVMLP	0,127	0,144	0,007	0,005	-0,024	0,051 (**)	-0,023	-0,040 (*)	-0,023	-0,003
ROE	0,123	0,646	1	0,071 (***)	-0,043 (**)	-0,039 (*)	-0,010	-0,003	-0,016	-0,015
ROA	0,240	0,863		1	-0,060 (***)	-0,026	0,038 (*)	-0,026	-0,033	-0,020
TANG	0,222	0,167			1	0,085 (***)	-0,030	-0,044 (**)	-0,031	0,028
DIM	3,431	0,383				1	-0,145 (***)	-0,161 (***)	0,048 (**)	0,074 (***)
OC	0,140	0,469					1	0,032	0,043 (**)	-0,049 (**)
DEPR	0,033	0,023						1	0,043 (**)	-0,109 (***)
EXP	0,786	0,303							1	0,003
LIQ	1,763	1,005								1

Nota: Elaboração própria. \*  $p < 0,10$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$ .

## 5. Resultados e discussão

Esta secção analisa os resultados dos testes realizados para as regressões entre as três variáveis de endividamento e as diferentes variáveis explicativas. Como são utilizadas duas variáveis de rentabilidade (ROE e ROA), é feita a regressão individual para cada uma delas, de forma separada. De acordo com os respetivos testes, o modelo que se mostrou mais adequado é o Pooled OLS, pelo que analisaremos os seus resultados.

Os resultados do modelo Pooled OLS, tendo como variáveis dependentes o endividamento total, endividamento a curto prazo e a médio longo prazo, são apresentados na Tabela 6, o que nos permite tirar conclusões acerca da validação das hipóteses anteriormente enunciadas e das diferentes teorias explicativas da estrutura de capitais, em particular, da teoria *trade-off* e *pecking order*.

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

	END. TOTAL	END. CP	END. MLP	END. TOTAL	END. CP	END. MLP
C	0,630*** (0,088)	0,541*** (0,078)	0,089 (0,051)	0,630*** (0,087)	0,540*** (0,078)	0,089* (0,051)
ROE	-0,005 (0,007)	-0,006 (0,007)	0,001 (0,004)			
ROA				-0,004 (0,005)	-0,005 (0,005)	0,001 (0,003)
TANG	<b>-0,106**</b> <b>(0,047)</b>	<b>-0,079*</b> <b>(0,045)</b>	-0,026 (0,028)	<b>-0,106**</b> <b>(0,047)</b>	<b>-0,080*</b> <b>(0,045)</b>	-0,026 (0,028)
DIM	-0,002 (0,025)	-0,020 (0,022)	0,018 (0,015)	-0,002 (0,025)	-0,020 (0,022)	0,018 (0,015)
OC	<b>0,014*</b> <b>(0,008)</b>	<b>0,018**</b> <b>(0,009)</b>	-0,005 (0,005)	<b>0,014*</b> <b>(0,008)</b>	<b>0,019**</b> <b>(0,009)</b>	-0,005 (0,005)
DEPR	0,198 (0,299)	0,409 (0,269)	-0,211 (0,156)	0,203 (0,299)	0,415 (0,269)	-0,212 (0,156)
EXP	-0,002 (0,026)	0,009 (0,014)	-0,011 (0,017)	-0,002 (0,026)	0,009 (0,025)	-0,011 (0,017)
LIQ	-0,001 (0,007)	0,001 (0,004)	-0,001 (0,004)	-0,001 (0,007)	0,001 (0,007)	-0,001 (0,004)
$R^2$	1%	1%	1%	1%	1%	1%
$R^2$ <i>Ajust.</i>	1%	1%	0%	1%	1%	0%

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

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

Passando à análise dos resultados da estimação do modelo, os resultados apresentam-se bastante fracos, surgindo poucas variáveis significativas.

As estimativas dos parâmetros evidenciam que as variáveis tangibilidade e oportunidades de crescimento são as únicas que contribuem para a explicação do endividamento total nas duas variáveis de rendibilidade, apresentando coeficientes, respetivamente, negativo e positivo.

As duas variáveis de rendibilidade apresentam uma relação negativa com o endividamento total e de curto prazo, embora não significativa. Dado que a relação entre a rendibilidade e o endividamento não é estatisticamente significativa, não podemos validar H1, mas reforça a evidência de resultados não consensuais.

A variável TANG, apesar de significativa, apresenta uma relação negativa com o endividamento total e de curto prazo, não validando H2, que previa uma relação positiva significativa entre a tangibilidade da empresa e o seu endividamento.

Deste modo, não encontramos suporte para a teoria *trade-off* nem para a *pecking order*. Contudo, os resultados são consistentes com os de alguns estudos levados a cabo tanto em Portugal (Esperança et al., 2003; Serrasqueiro & Nunes, 2011; Serrasqueiro, Matias & Salsa, 2016), como noutros países (Nguyen & Ramachandran, 2006; Daskalakis & Psillaki, 2008; Palacín-Sánchez, Ramírez-Herrera & Di Pietro, 2013; Balios et al., 2016). Uma eventual justificação pode estar relacionada com o facto de que, quanto maior o peso dos ativos não correntes tangíveis no total das aplicações, maior a volatilidade dos resultados operacionais das empresas devido ao peso dos gastos fixos no respetivo resultado, aumentando assim o risco operacional das empresas.

A variável DIM tem uma relação negativa com as diferentes variáveis representativas do endividamento, embora nunca estatisticamente significativa, não se validando assim H3.

Observando a variável OC, vemos que tem uma relação positiva e significativa com ENDIV e ENDIVCP, o que vai ao encontro dos resultados de alguns estudos que tiveram por base uma amostra de empresas portuguesas (Esperança et al., 2003; Ramalho & Silva, 2009; Serrasqueiro & Nunes, 2011), e nos permite validar H4. Podemos ver também a existência de uma relação negativa de OC com o ENDIVMLP, embora não significativa.

Analisando os resultados da variável DEPR, vemos que o seu coeficiente não é estatisticamente significativo para nenhum tipo de endividamento, pelo que não encontramos resultados capazes de validar H5. O mesmo acontece com a variável EXP, pelo que não validamos H6.

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

O resumo dos resultados e a validação das hipóteses são apresentados na Tabela 7.



**Tabela 7: Síntese de resultados**

HIPÓTESES	RESULTADOS		
	END.TOTAL	END.CP	END.MLP
<i>H1: Existe uma relação negativa significativa entre a rentabilidade da empresa e o seu endividamento.</i>	Não validada	Não validada	Não validada
<i>H2: Existe uma relação positiva significativa entre a tangibilidade da empresa e o seu endividamento.</i>	<b>Não validada</b>	<b>Não validada</b>	Não validada
<i>H3: Existe uma relação positiva significativa entre a dimensão da empresa e o endividamento.</i>	Não validada	Não Validada	Não Validada
<i>H4: Existe uma relação positiva significativa entre a oportunidades de crescimento da empresa e o seu endividamento.</i>	<b>Validada</b>	<b>Validada</b>	Não validada
<i>H5: Existe uma relação negativa significativa entre as depreciações e o seu endividamento.</i>	Não validada	Não validada	Não validada
<i>H6: Existe uma relação negativa entre as empresas exportadoras e o endividamento.</i>	Não validada	Não validada	Não validada
<i>H7: Existe uma relação negativa significativa entre a liquidez e o endividamento.</i>	Não validada	Não validada	Não validada

Nota: Elaboração própria.

Os resultados do estudo validam H4 para o caso do endividamento total e do endividamento de curto prazo, mostrando, nestes casos, evidência de que existe uma relação positiva significativa entre a oportunidades de crescimento da empresa e o seu endividamento total e de curto prazo, o que está de acordo com a teoria *pecking order*.

Na linha do defendido por Michaelas et al. (1999), Bevan e Danbolt (2002) e Eriotis et al. (2007), a variável crescimento teve uma relação positiva significativa com o endividamento a curto prazo, pois as empresas iriam olhar para mais para este endividamento e menos para o longo prazo, conforme as suas necessidades de financiamento.

Adicionalmente, das três variáveis de endividamento, aquela que se mostrou mais robusta foi a variável ENDIVCP, com um maior número de resultados significativos, favorecendo algum suporte para a teoria *pecking order*.

## 6. Conclusão

Este artigo analisa os determinantes da EC nas empresas dos setores têxtil e vestuário em Portugal, tentando obter evidência empírica sobre o papel dos fatores específicos das empresas na decisão da EC. Deste modo, tenta responder à seguinte questão: “Quais os

determinantes específicos da empresa que afetam a decisão sobre a sua EC no setor têxtil e do vestuário em Portugal?”

Neste contexto, foram analisados os principais determinantes da EC presentes na literatura, recorrendo a uma amostra de empresas do mercado português que pertencem ao setor têxtil e vestuário (CAE 13 e CAE 14), e analisando o período compreendido entre 2015 e 2019. A amostra incluiu 449 empresas com mais de 10 empregados que cumprem a normalização contabilística portuguesa. O estudo traduziu-se numa análise econométrica, realizada a partir de um modelo geral de regressão linear múltipla de dados em painel.

Os resultados revelam que os padrões de financiamento podem ser parcialmente explicados pelas características das empresas. O estudo apresenta evidências do maior poder explicativo para o endividamento a curto prazo. Os resultados obtidos evidenciam uma relação negativa entre a tangibilidade dos ativos e o endividamento total e de curto prazo. Embora não fosse este o sinal da relação esperado de acordo com as teorias *trade-off* e *pecking order*, os resultados estão em consonância com os de estudos anteriormente elaborados (Esperança et al., 2003; Nguyen & Ramachandran, 2006; Daskalakis e Psillaki, 2008; Serrasqueiro & Nunes, 2011; Palacín-Sánchez et al., 2013; Balios et al., 2016; Serrasqueiro et al., 2016).

Adicionalmente, foi encontrada evidência de uma relação positiva entre as oportunidades de crescimento e o endividamento, tanto total como de curto prazo. o que está em consonância com os resultados obtidos por outros estudos (Esperança et al., 2003; Eriotis et al., 2007; Ramalho & Silva, 2009; Serrasqueiro & Nunes, 2011; Köksal & Orman, 2015; Vo, 2017), e com o preconizado pela teoria *pecking order*.

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

Respondendo à questão de investigação, pode-se concluir que os determinantes específicos das empresas afetam parcialmente a decisão sobre a sua EC no setor têxtil e

do vestuário em Portugal, sendo sobretudo relevantes quando se trata de explicar o endividamento total e a dívida a curto prazo.

Uma limitação encontrada neste trabalho foi o facto de restringir o foco para a apenas dois setores empresariais e para um número limitado de empresas, o que limita a generalização dos resultados.

Como investigações futuras, parece-nos interessante alargar a amostra a outros setores de atividade, bem como considerar fatores específicos dos países, como sejam a inflação e o produto interno bruto, a fim de verificar até que ponto as condições económicas têm um efeito significativo nas decisões sobre a EC. Seria igualmente interessante aplicar outras metodologias de dados em painel, para verificar até que ponto os resultados se mantêm.

## Referências

- Abdeljawad, I., Mat-Nor, F., Ibrahim, I., & Abdul-Rahim, R. (2013). Dynamic capital structure trade-off theory: Evidence from Malaysia. *International Review of Business Research Papers*, 9(6), November, 102 – 110.
- Abeywardhana, D. (2017). Capital structure theory: An overview. *Accounting and Finance Research*, 6(1), 133-138.
- Ahmed, N., Ahmed, Z., & Ahmed, I. (2010). Determinants of Capital Structure: A Case of Life Insurance Sector of Pakistan. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 24, 7-12.
- Ang, J. (1991). Small business uniqueness and the theory of financial management. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(3), 1-13.
- Ang, J., (1992). On the Theory of Finance for Privately Held Firms. *Journal of Small Business Finance*, 1(3), 185-203.
- Baker, M., & Wurgler, M. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57, 1–32.
- Balios, D., Daskalakis, N., Eriotis, N., & Vasiliou, D. (2016). SMEs capital structure determinants during severe economic crisis: The case of Greece. *Cogent Economics & Finance*, 4, 1-11.

- Bastos, D., & Nakamura, W. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade e Finanças*, 20(50), 75-94.
- Bevan, A. A., & Danbolt, J. (2002). Capital structure and its determinants in the UK – a decompositional analysis. *Applied Financial Economics*, 12(3), 159 – 70.
- Brounen, D., de Jong, A., & Koedijk, K. (2006). Capital structure policies in Europe: Survey evidence. *Journal of Banking & Finance*, 30, 1409-1442.
- Chen, L. J., & Chen, S. Y. (2011). How the pecking order theory explain the capital structure. *Journal of International Management Studies*, 6(3), 92-100.
- Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P. (1996). Small firm growth, access to capital markets and financial structure: review of issues and an empirical investigation. *Small Business Economics*, 8(1), 59-67.
- Danso, A., Lartey, T., Fosu, S., Owusu-Agyei, S., & Uddin, M. (2019). Leverage and firm investment: the role of information asymmetry and growth. *International Journal of Accounting and Information Management*, 27(1), 56-73
- Dasilas, A., & Papasyriopoulos, N. (2015). Corporate governance, credit ratings and the capital structure of Greek SME and large listed firms. *Small Business Economics*, 45(1), 215-244.
- De Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. (2008). Capital structure around the world: the roles of firm and country-specific determinants. *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1954-1969.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29.
- Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. *Small Business Economics*, 38(4), 431-447.
- Dezi, L., & Del Giudice, M. (2014). Economic performance and capital structure choices, *International Studies of Management & Organization*, 44(1), 42-54.

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

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

Esperança, P., Gama, P., & Gulamhussen, A. (2003). Corporate debt policy of small firms: an empirical (re) examination. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 10(1), 62-80.

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

Fama, E., & Jensen, M. (1983). Agency problems and residuals claims. *Journal of Law and Economics*, 26, 327-349.

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

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

Köksal, B., & Orman, C. (2015). Determinants of capital structure: evidence from a major developing economy. *Small Business Economics*, 44(2), 255-282.

Kraus, A., & Litzenberger, R.H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922.

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

Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12, 113-130.

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

- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Mota, A. G. (2012). *Finanças da Empresa – da teoria à prática*. 5ª Ed. Lisboa: Edições Sílabo.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Nguyen, T., & Ramachandran, N. (2006). Capital Structure in Small and Medium-sized Enterprises: The Case of Vietnam. *ASEAN Economic Bulletin*, 23(2), 192-211.
- Pacheco, L. (2016). Capital structure and internationalization: The case of Portuguese industrial SMEs. *Research in International Business and Finance*, 38, 531-545.
- Palacín-Sánchez, J., Ramírez-Herrera, M., & Di Pietro, F. (2013). Capital structure of SMEs in Spanish regions. *Small Business Economics*, 41(2), 503-519.
- Psillaki, M., & Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific?. *Small Business Economics*, 33(3), 319-333.
- Rahman, M. T. (2019). Testing trade-off and pecking order theories of capital structure: evidence and arguments. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 63-70.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure: Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Ramalho, S., & Silva, V. (2009). A two-part fractional regression model for the financial leverage decisions of micro, small, medium and large firms. *Quantitative Finance*, 9(5), 621-636.
- Sehrish, B., Khan, Z. A., & Nafees, B. (2013). Static trade-off theory or pecking order theory which one suits best to the financial sector: Evidence from Pakistan. *European Journal of Business and Management*, 5(23), 2013 131.

Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). Trade-off-theory versus Pecking Order Theory: Capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445-466.

Serrasqueiro, Z., & Nunes, P. M. (2011). The Capital Structure of Portuguese SMEs: Empirical Evidence Using Dynamic Panel Data. *Transformations in Business and Economics*, 10(1), 62-80.

Serrasqueiro, Z., Matias, F. e Salsa, L. (2016). Determinants of capital structure: new evidence from Portuguese small firms. *Dos Algarves: A Multidisciplinary e-Journal*, 28, 13-28.

Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure: an empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. *Managerial Finance*, 37(2), 117-133.

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

Sogorb-Mira, F. (2005). How SME uniqueness affects capital structure: evidence from a 1994-1998 Spanish data panel. *Small Business Economics*, 25(5), 447-457.

Ullah, G. M., Uddin, M., Abdullah, M., & Islam, M. N. (2017). Determinants of capital structure and its impact on the debt maturity of the textile industry of Bangladesh. *Journal of Business and Economic Development*, 2(1), 31-37.

Ullah, A., Pinglu, C., Ullah, S., Zaman, M., & Hashmi, S. H. (2020). The nexus between capital structure, firm-specific factors, macroeconomic factors and financial performance in the textile sector of Pakistan. *Heliyon*, 6(8), e04741.

Vieira, E., & Novo, A. (2010). A estrutura de capital das PME: Evidência no mercado português. *Estudos do ISCA, série IV*, 2.

Vo, X. V. (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105-113.

Voulgaris, F., Asteriou, D., & Agiomirgianakis, G. (2004). Size and determinants of capital structure in the Greek manufacturing sector. *International Review of Applied Economics*, 18(2), 247-262.

Yousef, Y. (2019). The determinants of capital structure: Evidence from GCC and UK real estate sectors. *Real Estate Management and Valuation*, 27(2), 108-125.



**Agradecimento:**

Este trabalho é financiado pelo FEDER no âmbito do programa COMPETE 2020 e por fundos nacionais - PORTUGAL 2020. Projeto IECPBI – Ecosistema Interativo para a Internacionalização das Empresas Portuguesas - POCI-01-0145-FEDER-032139

**How to cite this article:**

Granado, P., Pacheco, L. & Vieira, E. (2022). A estrutura de capital das empresas industriais portuguesas: O caso do setor do têxtil e vestuário. *Portuguese Journal of Finance, Management and Accounting*, 8 (15), 45 - 77. <https://doi.org/10.54663/2183-3826.2022.v8.n15.45-77>