



Dissertação

Mestrado em Controlo de Gestão

# **O Risco Cambial nas Empresas não Financeiras da Região de Leiria**

Ana Margarida Neves Drumond

Leiria, novembro de 2020



Dissertação

Mestrado em Controlo de Gestão

# **O Risco Cambial nas Empresas não Financeiras da Região de Leiria**

Ana Margarida Neves Drumond

Dissertação realizada sob a orientação da Professora Doutora Elisabete Fernanda Mendes Duarte e da Professora Doutora Maria João Jorge.

Leiria, novembro de 2020



# **Originalidade e Direitos de Autor**

A presente dissertação é original, elaborada unicamente para este fim, tendo sido devidamente citados todos os autores cujos estudos e publicações contribuíram para a elaborar.

Reproduções parciais deste documento serão autorizadas na condição de que seja mencionada a Autora e feita referência ao ciclo de estudos no âmbito do qual a mesma foi realizado, a saber, Curso de Mestrado em Controlo de Gestão, no ano letivo 2019/2020, da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria, Portugal, e, bem assim, à data das provas públicas que visaram a avaliação destes trabalhos.

# Agradecimentos

Chegado ao fim de mais uma etapa, fica o sentimento de dever, um sentimento de felicidade pelo que já foi conquistado. Mas na verdade, estas etapas são compostas por momentos não só de felicidade e concretização, mas também por momentos de esforço, de cedência e por vezes de algum desalento e angústia.

Na verdade, esta conquista só foi possível pelo apoio, carinho, preocupação e incentivo das pessoas que me rodeiam, e a eles devo-lhes o meu obrigada.

Assim, agradeço especialmente:

À Professora Doutora Elisabete Duarte e à Professora Doutora Maria João Jorge agradeço para além de toda a ajuda e disponibilidade manifestadas, também todas as sugestões e desafios que enriqueceram este trabalho.

Aos Professores que durante o meu percurso académico me motivaram, me transmitiram conhecimentos e experiências.

Agradeço também à Escola Superior de Tecnologia e Gestão pelos meios disponibilizados para o desenvolvimento desta dissertação.

Um especial agradecimento aos meus pais, irmã e irmão pela compreensão, pelo apoio incondicional e confiança depositados nesta caminhada.

Ao meu querido companheiro pelo amor, amizade e compreensão. Agradeço-te por todos os incentivos que me deste, que me fizeram acreditar que eu alcançaria este momento.

Aos meus sogros e cunhados pela ajuda, amizade e incentivos, que sem eles este momento não seria possível.

Aos meus colegas de trabalho e Administradores da empresa Plastidom,SA pela compreensão e disponibilidade concedidas ao longo destes dois anos.

A todos os meus amigos pelo estímulo e pela paciência depositados em mim ao logo desta etapa.

# Resumo

Para criar valor numa empresa é necessário desenvolver um conjunto de atividades que poderão envolver mercados externos ao país onde esta se encontra sediada. Este tipo de atividades, implica lidar com divisas estrangeiras, e isto leva à existência de exposição cambial.

O presente estudo foca-se no risco cambial suportado pelas empresas não financeiras da região de Leiria, sendo a amostra constituída por 24 empresas com observações no período 2010-2019. Em consonância com a literatura internacional, aborda-se a questão do nível de exposição cambial, numa amostra dirigida a uma região geográfica do país com um tecido empresarial constituído sobretudo por empresas de reduzida dimensão, o que permite abordar o tema numa perspetiva inovadora.

Os resultados, apesar das empresas objeto do presente estudo serem de muito menor dimensão dos que as estudadas por outros autores, são consistentes com a literatura existente. Tal significa que, das empresas constituintes da amostra, apenas uma reduzida percentagem apresenta exposições cambiais estatisticamente significativas, nomeadamente para a taxa de câmbio efetiva, sendo que esta percentagem aumenta quando se utilizam as taxas de câmbio bilaterais do euro.

**Palavras-chave:** *Exposição cambial; taxa de câmbio efetiva; taxas de câmbio bilaterais, Leiria.*

# Abstract

For a company to create value, it is necessary to develop a set of activities which may involve markets outside the country where the company is headquartered. This type of activities implies dealing with foreign entities, which leads to the exposure to exchange rates and the risk inherent to them.

This study focuses on the exchange rate risk bared by non-financial companies in the Leiria region, with the sample studied made of twenty-four enterprises observed during the 2010-2019 period. In line with international literature, the topic of exchange exposure is addressed, in a sample directed towards a geographic region with mostly reduced size enterprises, which allows to approach the topic from an innovative perspective.

The results, even though the companies studied are of much smaller dimension than those studied by other authors, are consistent with most of the existing literature. This means that, of the sample companies, only a small percentage has statistically significant foreign exchange exposures, namely for the effective exchange rate, and this percentage increases when using the bilateral exchange rates of the euro.

**Keywords:** *Currency exposure; effective exchange rate; bilateral exchange rates, Leiria*

# Índice

<b>Originalidade e Direitos de Autor .....</b>	<b>iv</b>
<b>Agradecimentos.....</b>	<b>v</b>
<b>Resumo.....</b>	<b>vi</b>
<b>Abstract.....</b>	<b>vii</b>
<b>Índice.....</b>	<b>viii</b>
<b>Lista de Figuras.....</b>	<b>ix</b>
<b>Índice de Tabelas .....</b>	<b>x</b>
<b>Capítulo I – Introdução .....</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo II – Revisão de Literatura .....</b>	<b>3</b>
<b>1. Gestão de Risco.....</b>	<b>3</b>
1.1. Conceito de Risco.....	3
1.1.1. Tipologia do Risco .....	4
1.1.2. Motivações para a gestão do risco.....	6
1.2. Gestão do Risco.....	7
<b>2. O Risco e a Internacionalização das Empresas.....</b>	<b>9</b>
2.1. Globalização e internacionalização das empresas .....	9
2.2. Os Tipos de Risco no Comércio Internacional.....	12
<b>3. Risco Cambial.....</b>	<b>13</b>
3.1. Exposição Cambial.....	14
3.2. Técnicas de Cobertura do Risco Cambial .....	19
3.2.1. Técnicas Internas de Cobertura.....	21
3.2.1.1. Técnicas Internas Relativas a Posições Existentes .....	21
3.2.1.2. Técnicas Internas Relativas a Posições Futuras.....	22
3.2.2. Técnicas Externas de Cobertura.....	23
<b>Capítulo III - Estudo Empírico.....</b>	<b>27</b>
<b>1. Caracterização da Amostra, da Região e do País onde se insere .....</b>	<b>27</b>
<b>2. Metodologia .....</b>	<b>40</b>
2.1. Instrumentos de Recolha da Informação.....	40
2.2. Descrição das variáveis e parâmetros .....	43
2.3. Modelo Utilizado.....	44
<b>3. Análise e Discussão dos Resultados.....</b>	<b>46</b>
<b>Capítulo IV – Conclusão.....</b>	<b>57</b>
<b>Referências Bibliográficas .....</b>	<b>59</b>

# Lista de Figuras

Figura 1 - Densidade empresarial - empresas não financeiras.....	27
Figura 2 - Importações por principais países fornecedores – Portugal 2018.....	30
Figura 3 - Exportações por principais países de destino - Portugal 2018.....	30
Figura 4 - Concentração de empresas exportadoras e importadoras em Portugal.....	31

# Índice de Tabelas

Tabela 1: Trabalhos Empíricos sobre mercado português: principais aspetos e conclusões .....	18
Tabela 2 Caracterização da região de Leiria no total nacional .....	28
Tabela 3 Valores de bens importados e exportados nas regiões de Portugal.....	32
Tabela 4 Estatística descritiva - empresas importadoras da amostra inicial – 46 empresas – Ano 2019.....	33
Tabela 5 – Estatística descritiva – empresas exportadoras da amostra inicial – 52 empresas - Ano 2019 ...	33
Tabela 6: Caracterização das empresas importadoras – Dados médios de 2019 .....	34
Tabela 7 Caracterização das empresas exportadoras – Dados médios de 2019.....	34
Tabela 8: Número de empresas não financeiras por setor, em Portugal, Região de Leiria e Amostra, em 2018.....	36
Tabela 9 Volume de negócios das empresas não financeiras por setor, em Portugal, Região de Leiria e Amostra, em 2018 – Valores em milhares .....	37
Tabela 10: Número de trabalhadores das empresas não financeiras por setor, em Portugal, Região de Leiria e Amostra, em 2018.....	37
Tabela 11 Estatística descritiva - empresas importadoras da amostra inicial – 8 empresas – Ano 2019.....	39
Tabela 12 Estatística descritiva – empresas exportadoras da amostra inicial – 16 empresas – Ano 2019 ...	39
Tabela 13 Estatística descritiva da exposição cambial - taxa de câmbio efetiva nominal.....	46
Tabela 14 Estatísticas Descritivas da exposição cambial positivas e negativas - taxa de câmbio efetiva nominal.....	47
Tabela 15 Análise da significância da exposição cambial - taxa de câmbio efetiva nominal.....	47
Tabela 16 Exposição cambial média por grupo – taxa de câmbio efetiva nominal .....	47
Tabela 17 Estatística descritiva das exposições cambiais - taxas de câmbio EUR/CNY, EUR/USD e EUR/RUB.....	49
Tabela 18 Estatísticas Descritivas da exposição cambial positivas e negativas - taxa de câmbio EUR/CNY .....	49
Tabela 19 Estatísticas Descritivas da exposição cambial positivas e negativas - taxa de câmbio EUR/USD .....	49
Tabela 20 Estatísticas Descritivas da exposição cambial positivas e negativas - taxa de câmbio EUR/RUB .....	49
Tabela 21 Exposição cambial média por grupo - taxa de câmbio EUR/CNY .....	50
Tabela 22 Exposição cambial média por grupo – taxa de câmbio EUR/USD.....	50
Tabela 23 Exposição cambial média por grupo – taxa de câmbio EUR/RUB.....	50

Tabela 24 Estatística descritiva da exposição cambial - taxa de câmbio efetiva nominal.....	51
Tabela 25 Estatísticas Descritivas da exposição cambial positivas e negativas - taxa de câmbio efetiva nominal.....	51
Tabela 26 Análise da significância da exposição cambial - taxa de câmbio efetiva nominal.....	52
Tabela 27 Exposição cambial média por grupo – taxa efetiva nominal.....	52
Tabela 28 Estatística descritiva das exposições cambiais - taxas de câmbio EUR/USD, EUR/AOA e EUR/BRL .....	54
Tabela 29 Estatísticas Descritivas da exposição cambial positivas e negativas - taxa de câmbio EUR/USD .....	54
Tabela 30 Estatísticas Descritivas da exposição cambial positivas e negativas - taxa de câmbio EUR/AOA .....	54
Tabela 31 Estatísticas Descritivas da exposição cambial positivas e negativas - taxa de câmbio EUR/BRL55	
Tabela 32 Exposição cambial média por grupo – taxa de câmbio EUR/USD.....	55
Tabela 33 Exposição cambial média por grupo – taxa de câmbio EUR/AOA .....	55
Tabela 34 Exposição cambial média por grupo – taxa de câmbio EUR/BRL.....	55

# Capítulo I – Introdução

A criação de valor é o objetivo principal de qualquer empresa e o fundamento para a sua sustentabilidade de longo prazo. Collins (2001) refere que para criar valor é necessário fazer a coisa certa (liderança) e fazê-la bem (gestão) no momento oportuno, balanceando os interesses de todas as partes interessadas. Para a criação de valor, uma empresa desenvolve um conjunto de atividades que poderão envolver mercados externos ao país onde se encontra sediada. Assim, um vasto conjunto de empresas têm de lidar com divisas estrangeiras, e isto leva à existência de exposição cambial. A volatilidade do valor da moeda reflete-se na estrutura de custos, proveitos, recebimentos e pagamentos das empresas que têm atuação relevante no exterior, e conseqüentemente, no seu desempenho financeiro, que pode gerar grandes retornos, mas pode, também, gerar perdas capazes de comprometer a competitividade das empresas e em último caso levar à sua insolvência. As variações cambiais podem afetar consideravelmente os *cash flows* atuais e potenciais, gerados pela atividade operativa e financeira da empresa (Bhaskaran & Priyan, 2015). O risco cambial refere-se assim à variabilidade dos valores dos ativos, passivos ou rendimentos em termos reais, na moeda nacional ou de referência para a empresa, como resultado das variações do câmbio (Adler & Dumas, 1984).

Em Portugal, a introdução do euro como moeda oficial veio reduzir substancialmente a importância do risco cambial na atividade comercial das empresas, dado que uma parte significativa dos seus parceiros comerciais passou a utilizar a mesma moeda: o euro. Existe, mesmo, evidência da redução da exposição cambial líquida com a introdução da moeda única, para a generalidade dos países da zona euro (Bartram & Karolyi, 2006). Não obstante, a questão do risco cambial continua a ter relevância, nomeadamente em Portugal, em virtude da crescente globalização da economia que se reflete no constante aumento do comércio internacional (Correia, 2009).

O presente estudo foca-se no risco cambial suportado pelas empresas não financeiras da Região de Leiria<sup>1</sup>. Em consonância com a literatura internacional, aborda-se a questão do nível de exposição cambial, mas numa amostra dirigida a uma região geográfica do país com um tecido empresarial constituído sobretudo por empresas de reduzida dimensão, o que

---

<sup>1</sup> Para o efeito, foram consideradas a totalidade das empresas, empresários em nome individual e trabalhadores independentes com sede no Distrito de Leiria.

permite abordar um problema vastamente tratado em termos de grandes empresas e multinacionais, mas numa perspetiva regional, e por esse motivo, inovadora.

A recolha de informações foi realizada através de análise dos relatórios de contas das empresas, recolhidos e divulgados na base de dados SABI<sup>2</sup>. As empresas que compõem a amostra foram selecionadas de acordo com o critério de pertencerem ao top 500 das empresas não financeiras, com compras ou vendas no mercado extracomunitário, com sede no distrito de Leiria. Adicionalmente, foram consideradas apenas as empresas que apresentavam observações válidas para todos os anos de 2010 a 2019 e que realizavam mais de 40% das suas transações no mercado extracomunitário (percentagem de compras ou vendas extracomunitárias, no total).

O presente trabalho está organizado da seguinte forma: no Capítulo II é apresentada a revisão da literatura que faz o levantamento dos estudos mais importantes sobre o tópico em análise e procura demonstrar a relevância atual da temática em estudo; no Capítulo III é apresentada, a metodologia e o modelo utilizados, é igualmente feita a apresentação dos resultados e a sua discussão. Finalmente o Capítulo IV apresenta em síntese as conclusões deste trabalho e as oportunidades de investigação futura.

---

<sup>2</sup> Base de dados disponibilizada pelo *Bureau Van Dijk* que recolhe informação financeira sobre empresas sediadas em Espanha e Portugal.

# Capítulo II – Revisão de Literatura

## 1. Gestão de Risco

### 1.1. Conceito de Risco

Não existe uma definição única de risco, esta depende do contexto e da finalidade para a qual se deseja formular o conceito de risco (Chernobai, Rachev & Fabozzi, 2008). Quando se pensa em risco associa-se a algo negativo e com consequências adversas. O dicionário de língua portuguesa Priberam define risco como "*perigo, inconveniente*". De facto, o risco está normalmente associado à possibilidade de perda, contudo, não podemos esquecer que este está também associado à possibilidade de ganho.

Olsson (2002) refere que uma organização necessita de correr riscos de forma a criar oportunidades e assim obter recompensas. As organizações devem ter a capacidade de identificar e gerir os seus riscos, isto é, devem incorrer apenas nos que são necessários para atingir os seus objetivos e evitar os que não lhe trazem vantagens, permitindo, por essa via, obter uma fonte de rendimentos e de vantagens competitivas.

O conceito de risco é baseado na combinação de dimensões, como sejam, consequência e incerteza. Não obstante, apesar dos termos “risco” e “incerteza” serem muitas vezes utilizados como sinónimos, são conceitos distintos. Para Knight (1991), o risco ocorre quando o decisor pode estimar objetivamente as probabilidades de ocorrência de um acontecimento, enquanto a incerteza já não é passível da análise através de dados históricos, baseando-se apenas em probabilidades subjetivas.

Para Bernstein (1997), o termo risco tem origem no italiano antigo, *risicare*, isto é, ousar: opção e não um destino. A capacidade que as empresas têm de gerir os riscos e a vontade de os realizar e fazer opções ousadas são elementos-chave da energia que impulsiona o sistema económico. Portanto, a capacidade de tomar opções que envolvem risco têm sempre uma compensação inerente, ou seja, um prémio pelo risco assumido. Para os investidores os investimentos são só interessantes quando a rentabilidade é maior que o próprio investimento acrescido de uma compensação associada ao risco.

Figueiredo e Caggiano (1997) defendem que o risco, enquanto variável associada à rentabilidade, está diretamente ligado ao resultado das empresas. Uma vez que não é possível

excluir a variável risco, nem definir um valor ideal para as perdas, as empresas devem determinar um intervalo no qual as perdas devem ser aceites, ou o nível de risco ao qual a instituição se pode expor, permitindo, assim, a tomada de decisão mais fiável e um meio para a maximização do resultado. Estes autores defendem, ainda, que a globalização veio aumentar as oportunidades de negócio, mas por outro lado, veio intensificar a concorrência, provocando quebra nas margens. Deste modo, as empresas devem reduzir os riscos, otimizar o uso do capital, serem mais transparentes, assim como, devem seleccionar o público alvo (clientes), estando atentas às mudanças tanto do ambiente interno como externo

### **1.1.1. Tipologia do Risco**

São diversos os tipos de riscos a que uma organização está exposta, pelo que a sua compreensão e distinção poderá auxiliar os gestores na sua tomada de decisão de modo a facilitar uma gestão correta do risco. (Jorion, 2007; Kaplan & Mikes, 2012; Olsson, 2002).

Relativamente à tipologia do risco, este pode ser decomposto em: risco de mercado e risco específico (Neves, 2007):

- Risco Sistemático ou de Mercado: O risco sistemático ou de mercado compreende os eventos inesperados que afetam quase todos os ativos, uma vez que, se difundem por toda a economia. O investidor/organização não consegue reduzir este tipo de risco com diversificação das carteiras, uma vez que contempla um conjunto de fatores que afetam todas as empresas que atuam no mercado, e como tal, deverá ser remunerado por um prémio de risco. Este tipo de risco integra fatores macroeconómicos como sejam a inflação, a taxa de câmbio ou a taxa de juro, (Ross, Westerfield & Jafrfe, 1995)
- Risco não Sistemático ou Específico: diz respeito a eventos inesperados que afetam apenas ativos isolados ou pequenos grupos de ativos. Este risco pode ser reduzido através da correta diversificação das carteiras, isto é, fazendo investimentos combinados com outros. Assim sendo, uma diversificação perfeita dos ativos pode levar à eliminação do risco específico ficando apenas exposto ao risco de mercado. De acordo com Lhabitant e Tinguely (2001), dentro deste tipo de risco podemos identificar as seguintes componentes:

- Risco de Crédito – representa o risco que potencializa a perda devido a um incumprimento da contraparte ou da própria organização quando atingidos o prazo de maturidade do(s) instrumento(s) financeiro(s).
- Risco Operacional – corresponde ao risco de perdas inesperadas originadas por erros humanos, falhas dos sistemas de informação, procedimentos ou controlos inadequados. Aqui também estão incluídas as atividades fraudulentas.
- Risco de Liquidez – são riscos relacionados com facilidade com que uma organização pode converter um ativo em dinheiro de montante igual ao seu valor de mercado.

Com base na distinção entre risco de mercado e o risco específico, o único relevante para o agente económico é o risco de mercado, uma vez que o risco específico da organização não é remunerado e que somente o risco de mercado é refletido na rendibilidade esperada para um dado investimento. Deste modo, se uma organização perde tempo e recursos a eliminar um dado risco específico, poderá estar a prestar um mau serviço aos seus acionistas, pois estes poderiam eliminá-lo no mercado e com mecanismos mais baratos (Valente, 2000).

Face à exposição ao risco, as organizações e os investidores têm disponíveis duas poderosas ferramentas: a distribuição da composição da carteira de ativos, ou *asset allocation* e a diversificação. Estas ferramentas permitem efetuar investimentos simultâneos, em que garantem o nível de rendibilidade esperada e o nível de risco pretendido. Estando definidas as percentagens a investir em cada classe de ativos, os investidores devem decidir quais os ativos de cada classe e em que proporções efetuam o investimento (Stulz, 2003).

O efeito da diversificação leva à redução do risco que, por conseguinte, levará à criação de valor para a organização. O sucesso da diversificação está na realização de investimentos em ativos pouco correlacionados ou com correlações negativas, aproveitando os seus comportamentos contrários (quando um valoriza o outro desvaloriza), permitindo que em cada perfil de risco assumido se otimize a rendibilidade. No entanto, o investimento em ativos com correlações positivas pode potenciar grandes ganhos, mas também, grandes perdas, visto o seu comportamento seguir a mesma direção.

### 1.1.2. Motivações para a gestão do risco

Ao longo das últimas décadas assistimos a um aumento progressivo na atividade de cobertura dos riscos financeiros enquanto parte integrante da gestão financeira das organizações. Para esta nova realidade contribuíram: a globalização da economia (que trouxe uma dimensão global do risco), a liberdade de circulação de mercadorias, de serviços e de capitais, o desenvolvimento dos sistemas de informação e comunicação e dos processos de inovação financeira (que possibilitou o desenvolvimento de novos instrumentos financeiros que permitem novas estratégias de cobertura de risco).

A gestão do risco na literatura antiga tinha como principal objetivo eliminar ou atenuar a incerteza associada à evolução dos preços dos *inputs* e *outputs* da empresa, assim como, o seu conseqüente efeito no lucro.

Já numa perspetiva moderna da teoria financeira a gestão do risco só será útil, se permitir a criação de valor para a empresa. Deste modo, a gestão do risco é, nesta aceção, vista como mais um meio de que a empresa dispõe para obter a maximização da riqueza para os seus acionistas (Stulz,1984).

Na literatura financeira procurou-se analisar o porquê de as organizações implementarem políticas de cobertura de risco (Stulz, 1984; Smith & Stulz, 1985; Nance, C. Smith & C. Smithson, 1993; Demarzo, & Duffie, 1995; Stulz, 1996). As motivações associadas à implementação de políticas de cobertura de risco por parte das organizações resultam essencialmente do seguinte:

- A existência de conflitos de agência: A gestão de risco é uma via para se obter uma alocação dos riscos da empresa eficiente, entre os vários *stakeholders* da empresa, permitindo obter um acréscimo no valor da empresa por via da redução dos custos de agência. A maioria da literatura económica e financeira centra-se sobretudo nos conflitos de interesse entre acionistas e gestores para justificar a implementação de políticas de cobertura de risco.
- Os aspetos fiscais (redução de impostos): A implementação da gestão do risco na empresa permite diminuir a volatilidade dos Resultados Antes de Impostos, permitindo, por esta via, pagar um menor montante de impostos.

- A existência de custos de insolvência financeira: A cobertura de risco possibilita a redução da probabilidade da empresa se encontrar perante uma situação em que não seja capaz de fazer face ao serviço da dívida.
- A política de investimentos: As empresas com maior nível de endividamento tenderão a ser mais propensas à utilização de políticas de gestão do risco do que as empresas com uma estrutura de capitais menos alavancada. Uma vez que, as empresas cujos resultados operacionais sofrem uma grande volatilidade estarão menos inclinadas para contrair empréstimos, dado que para além de terem maiores custos, também têm uma maior probabilidade de entrar em incumprimento. Se essa volatilidade for causada por fatores cujo risco pode ser coberto, a gestão do risco pode reduzir a volatilidade do resultado operacionais, aumentando o rácio de endividamento ótimo e conseqüentemente baixar o custo do capital e aumentar o valor da empresa (Seabra, 2013).
- Outros fatores: Como a competitividade, a dimensão da empresa e a existência de “produtos” sucedâneos<sup>3</sup> da cobertura do risco.

## **1.2. Gestão do Risco**

Modigliani e Miller (1958) defenderam que o valor de uma empresa é independente da sua política financeira, isto é, as decisões de financiamento não afetam o seu valor. Tal significa a admissão de um conjunto de hipóteses, como sejam, a existência de um mercado de capitais perfeito, com informação completa e a inexistência de custos de transação e impostos. A impossibilidade de aderência à realidade desta hipótese de base, acaba por determinar que a política financeira, e a parte dessa política que implica o uso de técnicas de cobertura de risco, afeta o valor da empresa/organização (Valente, 2000).

A política global de gestão do risco das organizações tem como propósito definir o seu quadro de apetência ao risco. Nesse sentido, a gestão do risco nas empresas é um elemento fundamental na definição da estratégia e funcionamento da sua atividade.

A gestão de risco tem como intenção ultrapassar a incerteza e baseia-se num processo de aprendizagem contínuo. Esta não é um fim em si, mas um instrumento fundamental de apoio à gestão para alcançar os objetivos mais gerais, permitindo que as organizações atuem de

---

<sup>3</sup> Como sejam técnicas internas de cobertura do risco cambial através de operações de compensação.

forma preventiva, eliminando possíveis perdas, sejam elas materiais ou humanas. Contudo, esta não se resume apenas à ação de detetar e controlar possíveis riscos, mas sim, a um processo contínuo e de melhoria e é encarada como um processo de atuação eficaz para responder a perigos e incertezas nos mais variados domínios.

De acordo com a norma internacional ISSO 31 000 “*Risk Management Principles and Guidelines*” (2009), a gestão do risco compreende o “conjunto de atividades para orientar e controlar uma organização no que respeita ao risco”. Contudo a gestão do risco não consegue prever o futuro, pelo que devem ser analisados e considerados diversos cenários de futuros possíveis e plausíveis e as respetivas probabilidades de ocorrência, bem como as suas potenciais consequências.

Segundo Suominen (2015), a gestão do risco deve consistir em identificar todos os riscos relevantes. Numa primeira fase, esta pode ser vista como um conjunto de processos e métodos coordenados utilizados pelas empresas, de modo a controlar e a reduzir quaisquer tipos de riscos que possam afetar a sua criação de valor, assim como, a sua capacidade de atingir os seus objetivos.

Segundo Porthin (2004) e Roque (2015) a tomada de decisão na gestão do risco implica definir:

- Aversão – Corresponde a uma atitude preventiva, elimina totalmente a exposição a situações de risco.
- Aceitação – Esta estratégia é utilizada quando se considera que os riscos identificados têm pouco impacto na empresa, nomeadamente quando analisada a relação custo-benefício.
- Compensação – Os riscos podem ser compensados, isto é, assume-se um risco para compensar outro. Este método é muito comum em finanças para reduzir a exposição, como por exemplo nas flutuações das taxas de câmbio ou das taxas de juro. Essa compensação pode ser feita, por exemplo, através de instrumentos derivados como sejam os “futuros”.
- Transferência – O risco pode ser transferido para outro interveniente através de seguros ou contratos com outros parceiros.
- Redução – Nesta ótica usam-se metodologias que permitam procurar reduzir e controlar a probabilidade de um evento indesejado ocorrer.

As empresas que optam pela cobertura do risco devem avaliá-la, analisando a *performance* da estratégia, apurando os desvios resultantes da comparação entre o esperado e os acontecimentos verificados. No entanto, devem ainda ser avaliadas as possíveis perdas e ganhos resultantes da não cobertura dos riscos (Campbel & Krakaw, 1993).

Segundo Roggi, Damodaran e Garvey, (2012), um bom processo de gestão do risco permite à organização criar uma política de risco global que identifique os riscos que são aceites; desenvolver uma lista de riscos reais e potenciais; avaliar as probabilidades e as consequências ou impactos dos riscos previamente identificados; determinar os riscos que devem ser conservados, transferidos ou evitados. O objetivo final da gestão do risco não é minimizar ou evitar todos os riscos, mas sim encontrar o melhor equilíbrio entre os riscos assumidos e as rendibilidades esperadas, tendo como referência a vantagem competitiva da organização. Assim sendo, deve ser desenvolvida uma gestão de risco de forma centralizada, pois permite uma visão independente e integrada de todos os tipos de risco.

## **2. O Risco e a Internacionalização das Empresas**

### **2.1. Globalização e internacionalização das empresas**

O fenómeno da globalização foi caracterizado pelo Grupo de Lisboa<sup>4</sup> (1994, pp. 55) como o *“conjunto de processos que torna possível a conceção, desenvolvimento, produção, distribuição e consumo de processos, produtos, serviços à escala mundial, utilizando instrumentos organizados e tornados acessíveis numa base também mundial (como patentes, bases de dados, novas tecnologias e infraestruturas de informação, comunicação e transporte), que funciona para satisfazer os diversificados e crescentes mercados globais regulados por normatizações e standardizações “quase universais”*”. Assim sendo, a globalização abrange a partilha de informação, culturas e mercados a nível mundial, tendo implícita a ideia de que as diferenças entre mercados se estão a esbater, tendendo a desaparecer.

---

<sup>4</sup> O Grupo de Lisboa é composto por dezanove membros, provenientes do Japão, Europa Ocidental e América do Norte, com diferentes formações académicas e com experiência na comunidade empresarial, na administração, em organizações internacionais e no mundo universitário. Este grupo pretendia estudar a capacidade de os países mais desenvolvidos do mundo enfrentarem os novos desafios numa perspetiva global.

Nas últimas décadas a economia mundial tem-se caracterizado por um forte acréscimo nas trocas internacionais. Num mundo em constante mutação, com a progressiva liberalização do comércio mundial, a expansão internacional tem sido a estratégia adotada por muitas empresas. A internacionalização tem vindo a intensificar-se através do aumento da troca de bens ou serviços entre países.

Para Borino, Ribeiro, Coelho e Proença (2006, pp. 43) a internacionalização “*é o processo pelo qual a empresa deixa de operar nos limites do mercado nacional de origem e passa a explorar nos mercados estrangeiros atuando de diferentes modos, desde mediante a exportação indireta até operações estrangeiras mais complexas e com maior comprometimento de recursos, tal como a instalação de subsidiárias no estrangeiro*”.

O grau de internacionalização de uma empresa estabelece-se inicialmente em função do quadro de competências que esta possui. Somando a estas competências, introduz-se a estratégia da empresa, no seu país de origem. Estes dois pontos em conjunto, permite-nos que possamos integrar verticalmente as cadeias operacionais da empresa para outros países, sendo ou não necessário um ajuste das estratégias do país de origem para o país em que a empresa deseja internacionalizar-se, uma vez que estes ajustes podem revelar-se um verdadeiro desafio para a empresa, não só pelo seu controlo interno, como na adaptação do mercado internacional. Para uma empresa se internacionalizar é importante que se avalie os benefícios, os custos e principalmente os riscos.

Com a globalização dos mercados, das economias e da evolução tecnológica, o processo de internacionalização não se tornou apenas uma oportunidade para as empresas, mas sim uma opção como um fator importante na sua estratégia global, quase uma obrigação no contexto económico atual. Os clientes são cada vez mais exigentes na qualidade e preço dos produtos e serviços, uma vez que têm acesso um variado leque de alternativas. As empresas não têm de dividir o mercado com as outras empresas, mas sim de serem mais competitivas e atrativas tanto a nível de eficiência como de eficácia.

Daniels e Radebaught (1986) identificam três formas de como as empresas se podem internacionalizar:

- Através da exportação ou importação produtos, serviços, marcas e patentes, diretamente ou através de agentes e distribuidores;

- Fazendo investimentos diretos em países estrangeiros através da criação de subsidiárias, centrais de produção, distribuição ou comercialização;
- Projetos específicos pontuais.

Cada vez mais, as empresas optam por recorrer aos mercados internacionais tanto para se financiarem, como para efetuarem transações comerciais. Para tal, estas necessitam de obter diferentes divisas, isto é, é necessário a troca de moeda nacional por moeda estrangeira e vice-versa para garantir o comércio internacional. Justifica-se assim a existência do mercado cambial e a sua importância crescente.

De acordo com Mendonça, Faustino, Branco e Filipe (1998), o mercado de câmbios é o local onde existe a troca de uma moeda nacional (ou divisa) por outra de outro país. Este mercado também está ligado à existência de transações internacionais, uma vez que qualquer transação internacional envolve, uma transação no mercado de câmbios, dado que envolve a conversão de uma moeda por outra.

O mercado cambial ganhou uma enorme importância, a nível mundial, no quotidiano das organizações e dos cidadãos, registrando-se um enorme crescimento em todas as transações que compõem este mercado financeiro. O mercado cambial global, é considerado o maior mercado financeiro do mundo, onde se efetua a troca de uma divisa, ou instrumentos cambiais, por outros de moeda estrangeira, (Sá Silva, Queirós, Mota & Pereira, 2013).

Assim, atualmente, o risco está presente em qualquer tipo de atividade, sendo muito importante a sua gestão. Por um lado, a internacionalização das empresas para as inúmeras economias emergentes expõe os negócios a riscos inerentes aos países e mercados de destino e à maior complexidade logística das operações; por outro, a constante instabilidade cambial provoca alterações não só no valor das divisas, mas também, nas próprias taxas de juro dos diferentes mercados monetários, incrementando a incerteza relativamente ao valor das receitas e das obrigações com terceiros. Considerando a existência de várias técnicas de cobertura do risco, os gestores das organizações devem ser capazes de optar pela sua utilização de forma a maximizarem o valor da empresa e garantirem o seu desenvolvimento sustentado.

O risco não apresenta o mesmo nível nas diferentes formas de internacionalização das empresas. Fundamentalmente está ligado ao grau de penetração nos mercados, isto é, quanto

maior forem as frequências de transações e os valores transacionados nos mercados maior é o risco; quanto maior for o investimento direto nos mercados, também maior se torna o risco.

As empresas em que o processo de internacionalização não faz parte da sua estratégia estão mais sujeitas ao risco do seu país de origem. Consequentemente, no caso de uma recessão económica interna o seu negócio é posto em causa, não conseguindo minimizar as perdas, com receitas provenientes de outros mercados.

Para Porfírio (2001) quanto mais alargado for o número de mercados em que as empresas se expõem, mais distribuído estará o seu volume de negócios, logo menor será o risco da empresa, uma vez que não está apenas dependente do comportamento do seu país de origem. Assim sendo, a diversificação internacional assume um papel essencial, pois permite reduzir o risco, visto que as rendibilidades dos diferentes mercados não são perfeitamente correlacionadas.

## **2.2.Os Tipos de Risco no Comércio Internacional**

Através da globalização, o mercado internacional tem assumido cada vez mais um papel fundamental no quotidiano das empresas, uma vez que trouxe novas oportunidades para os mercados nacionais, possibilitando o contato direto entre entidades de diferentes nacionalidades e abrindo portas à troca de bens e serviços a preços mais atrativos, serviços de crédito, angariação de novos clientes, entre outros.

Na literatura tradicional, Olhin (1931) defende que o comércio internacional se baseava sobretudo na procura de produtos a menores preços, devido à mão-de-obra mais barata ou a taxas de câmbios mais atrativas. Já numa literatura mais recente, a tecnologia é o principal incentivo à internacionalização das empresas, motivada pela inovação, produtividade e eficiência produtiva (Porter, 1991).

A internacionalização implica a ultrapassagem do quadro jurídico de um país, tornando as suas operações muito mais complexas, quando comparadas com as realizadas nos mercados domésticos. Face a esta circunstância, a internacionalização além de trazer vantagens competitivas às empresas, tem inerente diversos riscos. Esses riscos, segundo Neves (2000), dividem-se em seis categorias:

- **risco de país** relacionado com a alteração dos ambientes sociais, económicos;
- **risco de crédito** associado ao endividamento por parte dos clientes;

- **risco de propriedade** no que diz respeito à possibilidade de perda ou danos que se localizam em países estrangeiros;
- **risco cambial** associado à variação do preço de uma divisa relativamente a outra;
- **risco dos preços das mercadorias** associado à volatilidade dos preços das mercadorias e matérias primas,
- **risco de taxa de juro** que prende-se com a volatilidade das taxas de juro (fixas ou variáveis) que lhe é inerente, e é motivada por fatores macroeconómicos, ou seja, está *“associado às variações adversas das taxas de juro e que conduzem a maiores custos financeiros ou a menores proveitos financeiros do que os esperados”*. (Ferreira, 2006).

O risco cambial apresenta uma forte interdependência com riscos identificados como ligados ao comércio internacional. De facto, o risco cambial está fortemente ligado à evolução das economias e o seu impacto nas taxas de inflação e de juro e com o risco de crédito por via das oscilações monetárias que poderão colocar em causa, futuros fluxos financeiros. Este facto, é visível pela forte ligação entre as diferentes técnicas de cobertura do risco cambial e técnicas de pagamento no comércio internacional (Alves, Texeira & Rita, 2007).

### 3. Risco Cambial

Dentro do contexto económico atual é muito importante que se conheça as mudanças que estão ocorrer tanto na economia como na estrutura e organização das empresas, pois é através dos mecanismos de atuação das empresas que se fundamenta toda a sua existência dentro de um mercado.

Nos últimos anos as empresas e investidores exploram cada vez mais as oportunidades de investimento, em grande parte devido à globalização dos mercados de capitais, à cooperação internacional entre os países e ao aumento do comércio internacional. Face a esta temática, as empresas estão sujeitas ao risco de taxa de câmbio.

A taxa de câmbio define-se pelo valor que uma determinada moeda apresenta, expresso em unidades de outra moeda. As taxas de câmbio são influenciadas por fatores de natureza económica e financeira, política, técnica e especulação. Numa perspetiva de longo prazo, os fatores económicos e financeiros, estão associados à balança de pagamentos de um determinado país, à sua taxa de inflação, à situação orçamental e às taxas de juro (Matos, 1992).

Cada vez mais, os mercados cambiais têm assumido uma projeção mundial com um número crescente de operadores e de transações efetuadas, com funcionamento a tempo inteiro nas principais praças mundiais, tais como: Tóquio, Singapura, Hong-Kong, Nova Iorque, Chicago, Paris, Frankfurt, entre outras, (Caiado & Caiado, 2008).

O risco de taxa de câmbio tem impacto nos fluxos de caixa de uma empresa, pelo que muitas empresas preferem proteger-se, sendo consideradas avessas ao risco. A volatilidade da taxa de câmbio dá origem a um dos riscos que mais impacto tem no lucro das empresas, uma vez que para as empresas exportadoras e importadoras este tipo de risco pode resultar em lucros ou perdas imprevisíveis sempre que o valor da moeda nacional variar em relação à moeda na qual se negocia.

### **3.1. Exposição Cambial**

A estimação da exposição cambial das empresas tem sido um tema vastamente tratado na literatura financeira. O pressuposto de base resulta do facto de se assumir que o risco cambial é um risco sistemático, e por esse motivo, um dos fatores tidos em conta pelos investidores na sua avaliação do risco.

As operações de câmbio, em formas próximas das atuais, remontam ao final do século XIX (Matos, 1992) e quando o sistema de pagamentos internacionais, era baseado no padrão-ouro, um regime cambial que no seu essencial era fixo. Passava por cada país se comprometer em fixar o valor de sua moeda em relação ao ouro, e a praticar operações de compra e venda de ouro, de modo a preservar essa relação. As duas guerras mundiais da primeira metade do século XX puseram em causa este sistema de pagamentos internacionais, e o mesmo só voltou a ter um grau de organização/aceitação generalizada em termos internacionais com os acordos de Bretton Woods<sup>5</sup> (1944) (Silva, Mota, Queirós & Pereira, 2013).

Em 1972, após a queda do sistema financeiro e monetário que resultava dos acordos de Bretton Woods, houve necessidade de rever a totalidade do sistema cambial internacional. Nesta data, a problemática de gestão de risco ganhou uma maior relevância, uma vez que a volatilidade das taxas de câmbio disparou tornando-se uma das maiores preocupações para as empresas que desempenhavam atividades no mercado externo, particularmente para as

---

<sup>5</sup> Acordo assinado em 1944, por cerca de 45 países, numa série de conferências monetárias e financeiras. Ficou acordado entre os países aderentes a adoção de uma política monetária que mantinha a taxa de câmbio das suas moedas indexado ao dólar.

empresas não-financeiras (Marshall, 2000; Rahnama, 1990; Werner, Brouthers & Brouthers, 1996).

Outro acontecimento que teve um enorme impacto no mercado cambial, em especial no mercado europeu, foi a introdução da moeda única, o Euro, a 1 de janeiro de 1999 nos mercados financeiros, embora só passasse a ser de uso corrente em 2002. O Euro veio reduzir substancialmente a exposição ao risco cambial no mercado externo para as empresas europeias, no seu comércio dentro da zona euro. Não obstante, o risco cambial manteve-se para os restantes mercados, uma vez que o Euro compete diretamente com moedas de grande peso no mercado cambial, como são exemplo o dólar americano e a libra inglesa.

Tal como foi referido, a literatura que aborda a exposição cambial das empresas é muito vasta. Os estudos empíricos pioneiros na área, de Adler e Dumas (1984) Jorion (1990), Bodnar e Gentry (1993) e Amihud (1994) apresentam as primeiras conclusões e abordagens metodológicas, não evidenciando que a exposição cambial fosse um fator determinante para a obtenção de rentabilidade no mercado por parte das empresas. Não obstante, apesar das conclusões iniciais, os estudos multiplicaram-se ao longo dos anos e recorreram a outras abordagens metodológicas com diferentes conclusões.

Os estudos acerca da exposição cambial, com o uso de índices/taxas de câmbio compósitos (taxa cambial efetiva de cada economia em estudo) apresentaram resultados que, globalmente indiciam que a percentagem de empresas com exposições cambiais estatisticamente significativas<sup>6</sup> tende a ser muito baixa (por norma não excede os 10% da totalidade da amostra) (Allayannis & Ofek, 2001; Kiyamaz, 2003; Dominguez & Tesar, 2006; Bartram & Bodnar, 2007; Correia, 2009). Para obviar a esta situação alguns autores optaram por utilizar taxas de câmbio bilaterais, no sentido de verificar se existiam eventuais exposições cambiais que pudessem estar camufladas pela utilização de taxas cambiais compósitas. Embora com melhores resultados, continua a verificar-se um volume de exposições cambiais, estatisticamente significativas, bastante baixo (Correia, 2009; Borges, 2014).

Uma explicação para os níveis de exposição cambial baixos passa por assumir que as empresas com maiores exposições cambiais terão maiores incentivos para cobrir esse risco, pelo que, numa ótica de maximização do valor da empresa, tenderão a numa perspetiva de

---

<sup>6</sup> Considerou-se, a exemplo do geralmente aceite em estudos do género, um nível de significância de 5%.

longo prazo, proceder à reorganização operacional das suas atividades, nomeadamente utilizando técnicas de cobertura de risco internas, ou numa perspetiva de curto prazo a utilizar de derivados cambiais. Deste modo, as empresas com exposições cambiais estatisticamente significativas encontrada nos diversos. Assim, as exposições cambiais encontradas pelos diversos estudos seriam derivadas de um elevado grau de internacionalização combinado com exposições não totalmente cobertas, (Bartram & Bodnar, 2007; Correia,2009).

Apesar dos baixos níveis de significância, vários estudos empíricos conseguiram associar as estimativas de exposição cambial a outras variáveis económicas, como sejam a dimensão, o grau de endividamento, a liquidez, a competitividade da indústria ou o grau de internacionalização. Uma parte substancial dos estudos, parte igualmente do pressuposto que a exposição cambial será reduzida pela via da utilização de estratégias de cobertura cambial, pelo que procura estudar se o uso de derivados cambiais permite limitar esta exposição. À luz da teoria financeira a exposição cambial está positivamente correlacionada com o nível de atividade das empresas no mercado externo e negativamente correlacionada com a utilização de instrumentos financeiros de gestão e cobertura do risco cambial (Allayannis & Ofek, 2001).

Marshall (2000), num estudo aplicado a empresas multinacionais do Reino Unido, EUA e da Ásia-Pacífico, no período de 1998, conclui que existem diferenças, entre as regiões, sobre a importância e os objetivos do risco cambial, ênfase na conversão e exposição económica, o uso de técnicas de cobertura do risco cambial (internas e externas), e políticas de gestão da exposição. Constatou que as técnicas de cobertura de risco cambial mais utilizadas são a compensação, o *matching* e a política de preços, aumento da produtividade e planeamento a longo prazo. Relativamente às técnicas externas, uso de derivados, são os são os contratos *Forward* e os contratos *Swap* os que assumem mais popularidade.

Allayannis e Ofek (2001), num estudo aplicado a 500 empresas não financeiras do índice S&P500, concluíram que a exposição cambial está positivamente relacionada com o rácio das exportações sobre as vendas totais e negativamente relacionada com o valor absoluto dos derivados cambiais sobre o ativo total. Cerca de 59% da amostra recebe rendimentos provenientes de operações externas, representando uma média de 19,8% das vendas. Apresentam resultados revelando uma forte evidência de que a exposição cambial das empresas não-financeiras aumenta com as exportações e diminui com o uso de derivados.

Num estudo aplicado ao mercado turco Kiyamaz (2003) demonstra que as empresas exportadoras e importadoras tendem a ter maior exposição ao risco cambial, pelo que reduz os retornos médios associados à atividade e aumenta o risco dos fluxos de caixa. Ao segmentar por tipo de indústria, verifica-se que o grau de exposição é mais elevado nas áreas do têxtil, máquinas/equipamentos, petróleo e menos elevado nas áreas de atividade relacionadas com indústrias alimentar/bebidas, serviços e comércio.

Também num estudo aplicado ao mercado australiano, se chega a conclusões similares. De facto, Nguyen e Faff (2003), assumindo o pressuposto de que as empresas utilizavam derivados cambiais para fins de cobertura do risco cambial e não para fins de especulação nos mercados, os autores apresentaram evidência empírica que sustenta a hipótese de que quando maior é o uso de derivados cambiais pelas empresas nas operações ao exterior maior é a exposição ao risco cambial. Dito de outro modo, o rácio entre as exportações e o total das vendas tem uma relação positiva com a exposição cambial.

Dominguez e Tesar (2006) num estudo aplicado a 8 países em desenvolvimento, concluem igualmente que a exposição cambial se encontra correlacionada com as exportações, com a internacionalização das empresas, com a existência de ativos internacionais e com a competitividade da indústria. Para estes autores, as pequenas empresas estão mais expostas à volatilidade cambial, comparativamente às grandes empresas. Identificaram exposição ao risco cambial para uma média de 9% de empresas, utilizando taxas de câmbio bilaterais e 11% utilizando índice cambial, para um nível de significância de 5%.

Zhou e Wang (2013), num estudo aplicado ao mercado inglês, concluem que o uso de derivados cambiais, independentemente de ser uma exposição cambial positiva ou negativa, tem tendência a reduzir a exposição cambial das empresas. Estes afirmam ainda que as empresas não financeiras inglesas utilizam derivados cambiais para fins de gestão e cobertura do risco cambial e não para fins de especulação no mercado. Para além das exportações e dos derivados cambiais, a dimensão das empresas e as importações constituem fatores importantes para explicar a exposição cambial das empresas. Defendem ainda que a dimensão está positivamente relacionada com a exposição cambial. Isto é, quanto maior é a empresa, maior é exposição cambial.

Existem diversos estudos aplicados ao mercado português que procuram calcular e explicar a exposição cambial de empresas portuguesas. Todos os estudos efetuados sobre o mercado

português estão aplicados a empresas de elevada dimensão cotadas em bolsa. A tabela 1 que se apresenta de seguida, apresenta uma síntese desses trabalhos.

Tabela 1: Trabalhos Empíricos sobre mercado português: principais aspetos e conclusões

<i>Autores</i>	<i>Dados</i>	<i>Conclusões</i>
<b>Correia (2009)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 36 empresas não financeiras, cotadas.</li> <li>• Período:2002-2007</li> </ul>	<p>As empresas portuguesas da amostra utilizam instrumentos financeiros para cobrir a exposição cambial resultante da sua atividade operacional.</p> <p>Conclui ainda que as empresas que utilizam instrumentos de cobertura apresentam uma sensibilidade às variações cambiais.</p>
<b>Jorge e Augusto (2011)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 304 empresas não financeiras negociadas no Euronext</li> <li>• Período: 2006-2008</li> </ul>	<p>Os autores encontraram evidências de que as atividades de cobertura são um importante determinante da exposição à taxa de câmbio.</p> <p>Concluíram ainda que a nível de cobertura de risco depende da dimensão, do grau de endividamento e da atuação em mercados financeiros mais líquidos.</p>
<b>Gonçalves (2013)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 43 empresas não financeiras portuguesas, cotadas em bolsa.</li> <li>• Período 2010</li> </ul>	<p>O estudo revela que as empresas portuguesas da amostra têm níveis de endividamento relativamente elevados, e por isso estão orientadas pelo financiamento bancário. O autor conclui que são as empresas de maior dimensão e com melhores resultados que cumprem melhor com as divulgações contabilísticas exigidas sobre os instrumentos derivados utilizados. O estudo mostra, também, que as empresas portuguesas divulgam que utilizam instrumentos financeiros derivados com o objetivo de cobertura de risco e não com a intenção de especular.</p>
<b>Cruz (2014)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 29 empresas não financeiras portuguesas cotadas.</li> <li>• Período:2008-2009</li> </ul>	<p>Existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a dimensão da empresa e a utilização de derivados financeiros para fins de cobertura.</p>
<b>Borges (2014)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 11 maiores empresas não-financeiras portuguesas cotadas em bolsa.</li> <li>• Período: 2009 a 2012.</li> </ul>	<p>O autor confirma a tese teórica de que a utilização de derivados, na hipótese de se configurar operações de cobertura do risco cambial, leva à redução da exposição cambial. Na amostra utilizada, conclui que a utilização de derivados cambiais além de levar à redução da exposição cambial, tem o intuito de gestão e cobertura do risco cambial e não com finalidade de especulação de mercado.</p>
<b>Roque (2015)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1000 maiores empresas portuguesas</li> <li>• Período: 2012</li> </ul>	<p>A maioria das empresas portuguesas que responderam ao questionário realiza controlo mensal (53%) e trimestral (29%) do risco cambial a que estão sujeitos. A minimização das flutuações dos <i>cash flows</i> e dos resultados contabilísticos assumem maior importância para as empresas portuguesas, com 71% das empresas a classificarem estes objetivos como importantes ou mais importantes. Cerca de 47% das empresas responderam que utilizam derivados financeiros para gerir o risco cambial e que os derivados financeiros mais utilizados são forwards e futuros, com 25% e 10%, respetivamente, de utilização por parte das empresas que responderam.</p>

Fonte: Elaboração própria

É de destacar que todos os estudos efetuados sobre o mercado português estão aplicados a empresas de elevada dimensão cotadas em bolsa, pelo que o atual estudo, embora apresente mais limitações de dados (que não se encontram disponíveis), apresenta uma dimensão não estudada na economia portuguesa, nomeadamente a questão regional e o facto de utilizar apenas empresas de reduzida dimensão. Os resultados obtidos no mercado português, à semelhança dos seus congéneres de mercados estrangeiros, apontam para níveis de exposição cambial com baixo nível de significância e para uma explicação do nível de exposição cambial e consequente uso de derivados cambiais para cobertura de risco que depende sobretudo da dimensão e do grau de endividamento. A exemplo dos seus congéneres com trabalhos sobre outros mercados internacionais, afirmam que a maior parte das empresas não-financeiras utilizam derivados cambiais com o intuito de efetuar cobertura de risco, e não para fins de especulação.

### **3.2. Técnicas de Cobertura do Risco Cambial**

A gestão do risco cambial em contexto económico-financeiro, tem como objetivo a redução da volatilidade dos rendimentos e a minimização das perdas. Deste modo, as empresas devem criar políticas de gestão do risco cambial que se centralizam por identificar, medir e quantificar o risco e desenvolver estratégias para a sua gestão.

Segundo Cavazos (2004), a gestão do risco cambial depende da materialidade da exposição, isto é, quanto maior a dimensão das exposições cambiais, mais ativas são as atitudes dos gestores. Esta gestão poderá ser vista numa perspectiva descentralizada, onde os gestores das diferentes unidades de negócio assumem posições face aos riscos inerentes ao negócio e uma outra perspectiva centralizada, onde os gestores são especializados, fazendo uma observação abrangente do risco, com base nos fluxos totais da empresa.

É importante, também, avaliar a gestão de risco numa perspectiva de empresas concorrentes, numa lógica de definição da estratégia e comparação da eficácia das técnicas utilizadas, no entanto o estilo de gestão é sempre condicionado pelo perfil do gestor face ao risco.

Para que se consiga conhecer a posição cambial da empresa no presente ou para fins previsionais são necessários o balanço cambial e a projeção dos cash-flows por moedas (Cavazos, 2004). Estes permitem:

- Perceber quando e quais as posições que deverão ser cobertas;
- Entender todas as posições existentes nas várias unidades de negócio da empresa evitando duplas coberturas ou decisões opostas sobre as mesmas moedas;
- Através da experiência passada, conhecer as previsões por forma a estabelecer quais as moedas mais corretas para a faturação.

A estratégia da empresa deverá ser reorganizada de modo a ajustar a estratégia inicial às novas oportunidades ou ameaças, consoante a maturidade e conhecimento adquirido e a evolução das situações externas à empresa.

Porfirio (2001) destaca que as estratégias possíveis poderão ser bastante diferentes umas das outras e que dependem também do perfil de risco da gestão da empresa. Deste modo, poderão ser assumidos comportamentos de proteção cambial tanto sobre os ativos de curto prazo, como, sobre compromissos atuais e futuros. Assim sendo, as estratégias deverão ser definidas após uma análise particular da moeda, como por exemplo, a cobertura de uma moeda para a qual se preveem oscilações pouco relevantes poderá ter um custo superior às possíveis perdas cambiais, logo deverá ser dispensada. Já as operações numa moeda cuja previsão é incerta ou que se preveja uma grande volatilidade deverão ser cobertas, pois os seus custos compensarão as possíveis perdas futuras.

Quando as empresas tomam a decisão de efetuar cobertura de risco não devem apenas proteger-se numa parte, mas sim como um todo, pois é a totalidade da empresa que fica exposta ao risco (Adler & Dumas, 1984).

A globalização das atividades das empresas e o acréscimo da volatilidade dos mercados financeiros internacionais fizeram com que o papel do risco associado às taxas de câmbio assumisse um papel relevante para todas as empresas, sejam elas financeiras ou não financeiras (Bartram & Karoly, 2006 e Bodnar, Dumas & Marston, 2002).

As hipóteses de cobertura dos riscos são diversas e têm diferentes custos pelo que podemos optar por instrumentos “dentro do balanço”/ internos que são instrumentos que a empresa tem disponíveis internamente, sem recorrer aos mercados financeiros, isto é, implementação de estratégias específicas relacionadas com a atividade operacional e financeira da empresa ou instrumentos “fora do balanço”/ externos, isto é, instrumentos financeiros como *forwards*, futuros, *swaps* e opções, utilizados quando os instrumentos internos não são suficientes ou não são passíveis de aplicação.

### **3.2.1. Técnicas Internas de Cobertura**

Sendo meios próprios, as técnicas internas de cobertura são as que têm menores custos para as empresas. Estas subdividem-se em técnicas internas relativas a posições já existentes e relativas a posições futuras. Em que as primeiras visam agir sobre os fluxos financeiros das empresas e as segundas traduzem-se em escolhas ou opções operacionais que as empresas poderão optar. (Rafael, 2011).

#### **3.2.1.1. Técnicas Internas Relativas a Posições Existentes**

Relativamente às técnicas internas relativas a posições já existentes estas subdividem-se em técnicas como pagamentos antecipados, *leading and lagging* e compensação.

#### **Técnicas de Pagamento Antecipado**

Utilizar a técnica de pagamento antecipado é antecipar o pagamento que deveria ser realizado numa data posterior por parte de uma entidade importadora, quando existe a probabilidade de previsão de valorização da moeda associada ao pagamento em questão. Consequentemente, esta técnica só será compensatória quando a previsão do ganho associado à diferença cambial relativa à antecipação do pagamento for superior ao custo de um eventual financiamento ou, então, superior à possível remuneração recebida associada a uma aplicação financeira, desde a data efetiva do pagamento até à data prevista inicial. Na mesma lógica, a diferença cambial das vendas, caso das empresas exportadoras, pode ser influenciada através do benefício ao pagamento antecipado por partes dos clientes, como o desconto de pronto pagamento.

#### **Técnica de Leading and Lagging**

A técnica de *leading and lagging* envolve a alteração de datas de pagamento e recebimento com o objetivo de beneficiar com as apreciações e depreciações das moedas envolvidas. Utiliza-se a técnica *leading* quando se prevê uma valorização da moeda estrangeira, com o intuito de antecipar pagamentos e técnica *lagging* com o intuito de atrasar as cobranças. No entanto, quando se prevê uma situação de desvalorização da moeda, o procedimento deve ser o inverso, em que, a técnica *lagging* permite antecipar os pagamentos e a técnica *leading* atrasar as cobranças. Este método requer algum poder negocial ou fortes relações de confiança entre os intervenientes no negócio, pelo que é mais fácil entre empresas do mesmo grupo, do que entre empresas fora do grupo.

## **Técnica de Compensação**

Quanto à última técnica interna relativa a posições já existentes, a compensação permite evitar não só o risco cambial, mas também outros custos de transação, isto é, tentar compensar valores a pagar e a receber nas mesmas moedas com o mesmo parceiro de negócio e em datas coincidentes com o intuito de diminuir a exposição ao risco cambial, assim como, outros custos de transação, (Abor, 2005).

### **3.2.1.2. Técnicas Internas Relativas a Posições Futuras**

No que diz respeito às técnicas internas relativas a posições futuras destacam-se as técnicas como a escolha da moeda de faturação e a diversificação de divisas.

#### **Escolha da Moeda de Faturação**

A escolha da moeda de faturação é um fator bastante importante, o ideal seria conseguir faturar sempre na moeda nacional eliminando, assim, o risco cambial. Esta técnica depende sempre da dimensão da empresa e da orientação geográfica das suas exportações (Dohring, 2008). Assim sendo, em empresas do mesmo grupo esta técnica permite obter poupanças fiscais jogando com ganhos e perdas cambiais, influenciando assim resultados em empresas de diferentes países.

Rafael (2011) acredita que esta técnica elimina o risco cambial, apesar de depender sempre do poder negocial da empresa. Ito, Koibuchi, Sato e Shimizu (2016) indicam que a emissão de faturas com moeda nacional como sendo uma das técnicas que pode ser utilizada, contudo argumentam que a maioria das empresas não possui produtos suficientemente competitivos para insistir nesta técnica face aos seus clientes estrangeiros.

#### **Diversificação de Divisas**

A diversificação de divisas é outra técnica de gestão do risco cambial, esta técnica permite alargar o leque de moedas transacionadas evitando, assim, a dependência de uma divisa, permitindo por esta via mitigar o risco cambial. Esta técnica permite às empresas reduzir o seu risco, pois as perdas relacionadas com uma determinada moeda podem ser compensadas com os ganhos associados a outra moeda utilizada. O principal foco da diversificação é a escolha de divisas que apresentem correlações reduzidas ou negativas, isto é, que não tenham comportamentos semelhantes, (Rafael, 2011).

## **Matching**

A técnica de *matching* (correspondência entre pagamentos e recebimentos) permite fazer encontros entre montantes a pagar e a receber em várias moedas estrangeiras. Esta técnica é uma das técnicas de cobertura de risco cambial mais utilizadas por grandes e pequenas empresas (Davies, Ecknerg & Marshall, 2006).

Rafael (2011) argumenta que esta técnica elimina o risco cambial porque deixa de ser necessário fazer a conversão dos valores na moeda nacional. O princípio do *matching* é o de encontrar entradas e saídas de montantes em datas coincidentes em moedas estrangeiras iguais, evitando assim, perdas cambiais associadas a conversões. No entanto, esta técnica exige um controlo rigoroso da situação da tesouraria atual e previsional, moeda a moeda. O excedente do montante conciliado num *matching* de uma moeda poderá ser convertido através de *forwards*, eliminando também o risco cambial das importâncias a descoberto (Dhanani, 2004).

### **3.2.2. Técnicas Externas de Cobertura**

As técnicas internas são muito comuns, mas usualmente não são suficientes para uma gestão eficaz do risco cambial. Assim, as empresas necessitam de recorrer também a técnicas externas, nomeadamente, para situações mais complexas e exigentes que surgem nos mercados internacionais.

Numa gestão de risco ideal devem ser usadas técnicas internas de cobertura para expor o menos possível a empresa ao risco cambial a um custo baixo e nos casos mais complexos e de maior exposição, devem ser usadas as técnicas externas mais adequadas à situação. Quando as empresas utilizam técnicas externas de gestão do risco cambial é necessário que tenham um especial cuidado com os custos de cobertura, pois poderão ser maiores que as perdas cambiais provocadas pela não cobertura, sendo assim, é necessário encontrar o equilíbrio entre os custos da cobertura e o risco cambial (Motta, 1998).

A gestão do risco não implica a utilização de instrumentos derivados, contudo a utilização destes constitui um meio privilegiado de implementação das estratégias de gestão do risco devido à sua flexibilidade e baixos custos de transação.

Se os instrumentos derivados como os *swaps*, os futuros, as opções e os *forwards* forem corretamente utilizados pelas empresas, estes ajudarão a proteger os seus recursos, assim

como, a proteger-se das volatilidades das taxas de câmbio (Pandey, 2014 e Nance *et al.*, 1993). Contudo, mesmo que haja uma perfeita cobertura de risco, as empresas podem, temporariamente, incorrer em perdas entre o momento da compra destes instrumentos e a sua maturidade devido às práticas contabilísticas (Dohring, 2008).

*“Os produtos derivados são vulgarmente designados como instrumentos financeiros derivados, apresentando uma relação contratual estabelecida entre duas ou mais partes, em que todas as condições inerentes ao pagamento ou outras ações realizadas, futuramente, são previamente estabelecidas”* (Braz, Martins, Oliveira & Venes, 2000, pp. 5.). Isto é, o valor de um produto derivado depende do comportamento do ativo subjacente e de outras variáveis como a taxa de câmbio ou a taxa de juro. Os ativos derivados são também conhecidos como direitos contingentes, uma vez que para além de serem direitos cujo valor económico depende de outros ativos, também dependem da ocorrência futura de determinados acontecimentos ou condições.

O número de instrumentos derivados é elevado e podem ser agregados em quatro tipos principais de contratos: *swap*, *forward*, futuros e opções, normalmente designados de produtos derivados básicos.

### **Contratos de Futuros**

Os contratos futuros são os mais antigos instrumentos derivados e foram inicialmente criados para os produtos agrícolas e outras mercadorias (Brealey, Myers & Allen, 2008). Estes contratos têm como principais características a padronização, a flexibilidade e a liquidez (Lima & Santos, 2012; Matampla & Reyes, 2014; Santos, 2015).

Os contratos futuros são acordos, entre duas partes, específicos em que uma das partes tem de entregar um certo instrumento financeiro (o subjacente do contrato) à outra numa data futura (vencimento) e por um certo e determinado preço (preço de exercício). O preço é fixado hoje, no entanto o seu pagamento só será efetuado no futuro. Na data de vencimento de um contrato de futuros, o preço do contrato é igual ao preço do ativo subjacente a ser entregue, eliminando assim as oportunidades de uma arbitragem (Abreu, Afonso, Escária & Ferreira, 2012).

De acordo com Matampla e Reyes (2014) este derivado é muito utilizado porque o seu custo de transação é reduzido bem, a sua transação é feita num mercado organizado protegendo assim o investidor do risco de crédito. Estes contratos são ainda uma das ferramentas de

gestão de risco mais utilizada pelos *hedgers*, apesar de também poderem ser utilizados para fins especulativos (Pandey 2014).

### **Contratos Forward ou Contratos a Prazo**

A cobertura mais utilizada de cobertura do risco cambial pelas empresas é o recurso aos *forwards*, uma vez que permitem que as empresas possam comprar/vender uma quantidade de moeda específica, a uma taxa de câmbio e data futura específica (Goldberg & Drog, 2008).

Os contratos *forwards* são umas das técnicas mais comuns e tradicionalmente utilizadas na gestão do risco cambial, permitindo de forma segura saber o valor exato dos fluxos financeiros em moeda estrangeira numa data futura independentemente do comportamento dos mercados. Papaioannou (2006) elucida que este tipo de técnica permite que as empresas fiquem completamente protegidas das alterações cambiais. Em contrapartida esta estratégia implica elevados custos, no que diz respeito à aquisição destes contratos, assim como ao risco de as taxas de câmbio seguirem por uma direção oposta às previsões.

A principal vantagem dos *forwards* é a sua flexibilidade, uma vez que se trata de um contrato estabelecido entre duas partes, os montantes e condições podem ser ajustados de acordo com os seus interesses, garantindo, assim, uma cobertura total do risco (Abreu *et. al.*, 2012). Consequentemente esta vantagem é também considerada pelos autores uma desvantagem, que resulta em exposição ao risco de crédito por ambas as partes, pois os intervenientes podem faltar ao cumprimento da obrigação (Brealey *et al.*, 2008).

### **Contratos Swaps**

Os *swaps* consistem na troca entre duas partes de um montante expresso numa divisa, por outro montante equivalente expresso numa outra divisa, com base numa taxa de câmbio pré-convencionada entre as partes (Matos, 1992). São, assim, um contrato onde as partes envolvidas trocam o fluxo financeiro de uma operação e tem geralmente uma instituição bancária como intermediário. São maioritariamente utilizados quando uma empresa pretende proteger-se numa perspetiva de longo prazo.

### **Opções**

As opções são contratos entre duas partes em que uma delas tem o direito e não a obrigação de comprar (*call option*) ou de vender (*put option*) um determinado ativo, numa determinada

data, ou até uma determinada data e a um preço previamente fixado, o preço de exercício. Assim, o comprador de um contrato de opção tem sempre o direito de comprar ou vender um montante determinado expresso numa divisa ao vendedor do contrato pelo preço de exercício, numa determinada data acordada ou até essa data.

Para Papaioannou (2006), este derivado é um instrumento que, comparativamente aos *forwards*, possui um custo mais reduzido e as suas perdas são previsíveis.

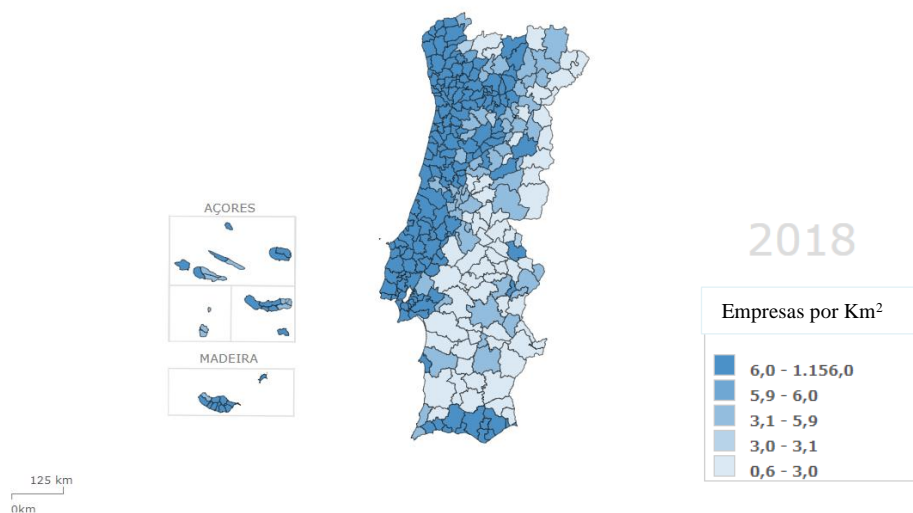
## Capítulo III - Estudo Empírico.

### 1. Caracterização da Amostra, da Região e do País onde se insere

As Pequenas Médias Empresas (PME) formam a espinha dorsal da economia nacional, representando um grande contributo para o desenvolvimento e sustentabilidade do tecido económico português. Do total de 1.295.299 empresas que existiam em Portugal em 2018<sup>7</sup>, 1.278.164 eram empresas não financeiras<sup>8</sup>. Em 2018, as PME representavam 99,9% do total das empresas não financeiras, que foram responsáveis por 59,29% do volume de negócios, 64,12% do valor acrescentado bruto (VAB) e 78,6% do pessoal ao serviço<sup>9</sup>.

No entanto, dentro de um país existem níveis de dinamismo e comportamentos distintos entre as regiões, pelo que esta análise assume também uma dimensão regional.

Figura 1 - Densidade empresarial - empresas não financeiras



Fonte: Pordata

<sup>7</sup> Os dados utilizados são referentes ao último ano disponível, sendo que os dados referentes à comparação entre país, região e mostra são de 2018 e todos os restantes são referentes ao ano 2019.

<sup>8</sup> Em conformidade com os inúmeros investigadores que se debruçam sobre a temática da gestão do risco cambial, optou-se por excluir da amostra as empresas financeiras ( Bancos e empresas de serviços financeiros) devido à natureza específica das suas atividades e às suas motivações no uso da gestão de risco, que são muito diferentes das motivações das empresas não-financeiras.

<sup>9</sup> Dados retirados através do INE- Empresas Portuguesas 2018. Principais Indicadores económicos das empresas não financeiras, por forma jurídica, dimensão, setor de atividade e total.

Quando analisada a densidade empresarial de Portugal, verifica-se que o maior número de empresas se situa no Litoral Norte e Centro do País, onde se insere o distrito de Leiria.

A análise que se segue abrange apenas o distrito de Leiria e assume a importância que resulta da ausência de estudos regionais neste âmbito específico, a exposição ao risco cambial. De facto, esta região está inserida numa das que maior densidade empresarial apresenta, 2,82% do total nacional, face a um valor de 2,65% do território nacional. A Região de Leiria caracteriza-se igualmente por apresentar valores médios de pessoal ao serviço e volumes de negócio nas quatro maiores empresas da Região similares à média nacional. O salário médio na região, embora ligeiramente inferior à média nacional, encontra-se em valores próximos.

Tabela 2 Caracterização da região de Leiria no total nacional

	2010		2018	
	Região de Leiria (NUTS III)	Portugal	Região de Leiria (NUTS III)	Portugal
<b>População residente</b>	295 006	10 573 100	285 401	10 283 822
<b>Superfície em km2</b>	2 449,2	92 211,9	2 449,1	92 225,6
<b>Densidade populacional</b> número médio de indivíduos por km2	120,4	114,7	116,5	111,5
<b>Empresas não financeiras (4)</b>	35 914	1 145 390	36 047	1 278 164
<b>Pessoal ao serviço nas empresas não financeiras (4)</b>	111 765	3 732 512	115 806	4 060 451
<b>Pessoal ao serviço nas quatro maiores empresas do município (%)</b> Empresas não financeiras	2	2	3	2
<b>Volume de negócios das quatro maiores empresas do município (%)</b> Empresas não financeiras	5	5	5	5
<b>Ganho médio mensal dos trabalhadores por conta de outrem, €</b>	959	1 075	1 087	1 167

#### Fontes

Fontes/Entidades: INE, ANSR/MAI, APA/MA, BP, CGA/MTSSS, DGAL, DGEEC/MEd - MCTES, DGEG/MEc, DGO/MF, DGPJ/MJ, DGS/MS, ERSAR, GEE/MEc, GEP/MTSSS, ICA/MC, ICA/SEC, IEF/MTSSS, IGP, II/MTSSS, ISS/MTSSS, SEF/MAI, SGMAI, SIBS, S.A.,  
© PORDATA

#### Notas

A implementação de mudanças metodológicas é assinalada por quebra de série.  
Mais informação sobre os dados apresentados disponível clicando sobre cada indicador.

(4) - Os valores apresentados consideram as empresas, os empresários em nome individual e os trabalhadores independentes. Exclui as actividades financeiras e de seguros, a Administração Pública e Defesa e a Segurança Social Obrigatória.

Fonte: Pordata

Da análise da tabela 2 conclui-se ainda que a evolução entre 2010 e 2018 divergiu do total nacional, onde as empresas não financeiras cresceram 11,6% e as da Região de Leiria apenas 0,37%. Paralelamente o crescimento do pessoal ao serviço destas empresas apenas cresceu 8,79% no total nacional e na região de Leiria cresceu 3,62%, um valor claramente superior ao crescimento do número de empresas na região.

A região de Leiria tinha, em 2018, um total de 36.047 empresas não financeiras, em que 36.028 tem dimensão de PME e as restantes 19 são grandes empresas. Deste modo verificamos, tal como acontece a nível nacional, que são as PME que assumem maior importância na região com 99,9% do total de empresas.

Os estudos sobre a exposição cambial das empresas tendem a fazer usualmente a análise apenas para as empresas exportadoras, não obstante, optou-se por no presente estudo incluir não apenas as empresas exportadoras, mas também as empresas importadoras, dado que umas e outras estão sujeitas a risco cambial.

O facto de se utilizar empresas importadoras e exportadoras obriga, no entanto, a fazer a sua análise de forma diferenciada dado que as variações das taxas cambiais têm efeitos simétricos sobre os resultados das empresas.

Em 2018 existiam mais 4,6% de sociedades com perfil exportador face ao ano anterior, totalizando 25.918 empresas. No entanto, este tipo de sociedades representa uma pequena parte do número total de sociedades não financeiras, com apenas 6,3%, e apresenta um volume de negócios de 5.101,8 mil euros e uma média de 27,6 pessoas ao serviço. Os setores de atividade na área exportadora com maior relevância são a Indústria, Informação e Comunicação e Transportes e armazenagem<sup>10</sup>.

As exportações de bens aumentaram 5,1% (+2.789 milhões de euros) em 2018 face ao ano anterior, atingindo 57.807 milhões de euros de volume de negócios. O valor das importações de bens totalizou 75.364 milhões de euros, o que corresponde a um acréscimo de 8,1% relativamente ao ano anterior.

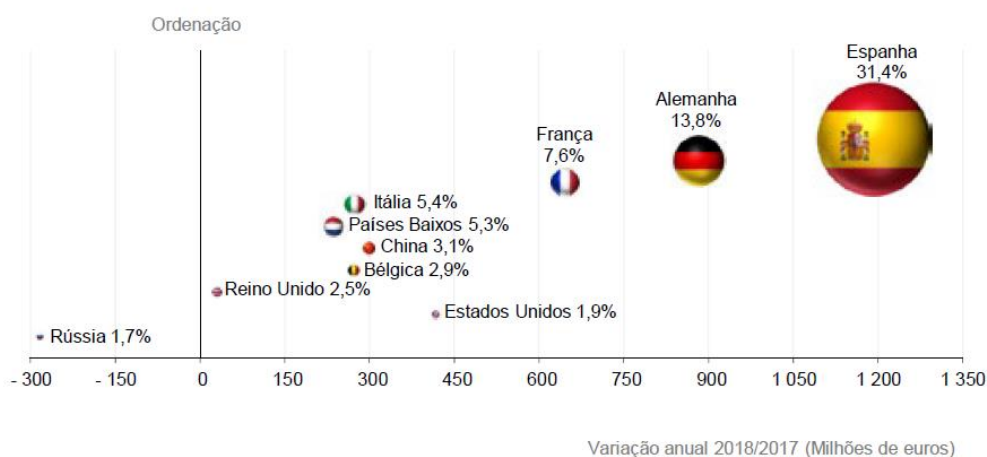
Em Portugal as principais origens das importações e destinos das exportações são países da União Europeia. Os três principais países fornecedores e destino, respetivamente de importações e exportações, são a Espanha, Alemanha e França e, quer ao nível de importações, quer ao nível de exportações, representando cerca de metade do valor do comércio externo de Portugal.

---

10

[https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_publicacoes&PUBLICACOESpub\\_boui=418670737&PUBLICACOESmodo=2](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes&PUBLICACOESpub_boui=418670737&PUBLICACOESmodo=2)

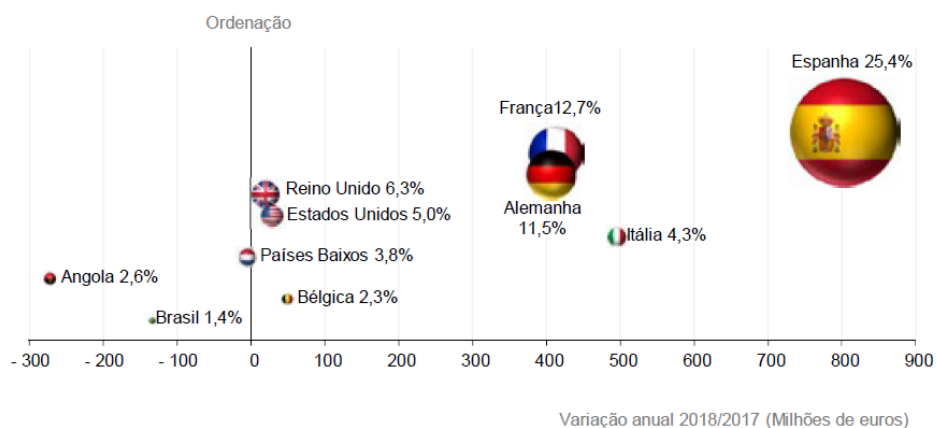
Figura 2 - Importações por principais países fornecedores – Portugal 2018



Nota: A dimensão dos globos representa o peso relativo de cada país no total das importações de bens em 2018.

Fonte: INE – Estatísticas do Comércio Internacional – 2018

Figura 3 - Exportações por principais países de destino - Portugal 2018



Nota: A dimensão dos globos representa o peso relativo de cada país no total das exportações de bens em 2018.

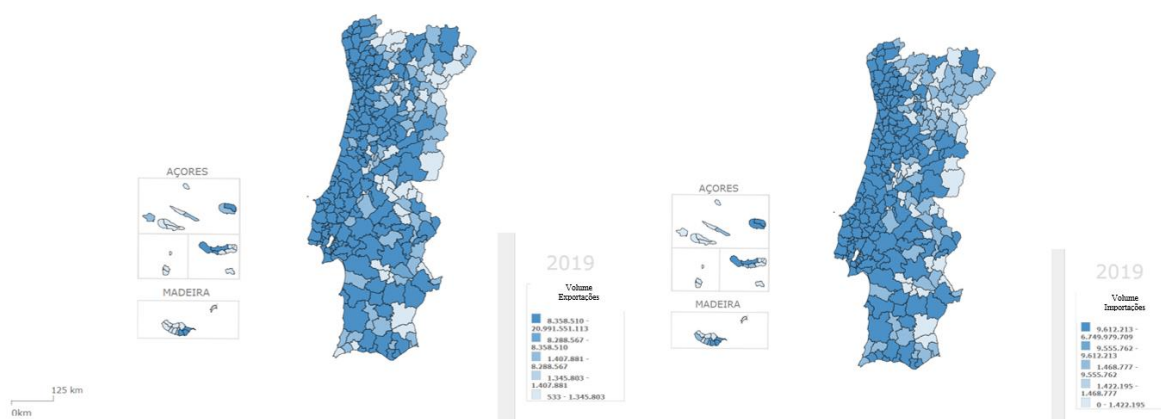
Fonte: INE - Estatísticas do Comércio Internacional - 2018

No âmbito do atual trabalho e face à impossibilidade de, nos dados recolhidos, separar os elementos dentro e fora da zona euro, relativos a importações e exportações intracomunitárias, optou-se por averiguar os principais fornecedores e destinos para os países extracomunitários das importações e exportações portuguesas. Assim, verifica-se que os principais fornecedores extracomunitários de Portugal, são a China, os Estados Unidos da

América (EUA) e a Rússia e os principais destinos extracomunitários de Portugal são os EUA, Angola e Brasil.

Dado o objeto de estudo do atual trabalho, torna-se necessário avaliar, igualmente a concentração de empresas importadoras e exportadoras na região de Leiria.

Figura 4 - Concentração de empresas exportadoras e importadoras em Portugal

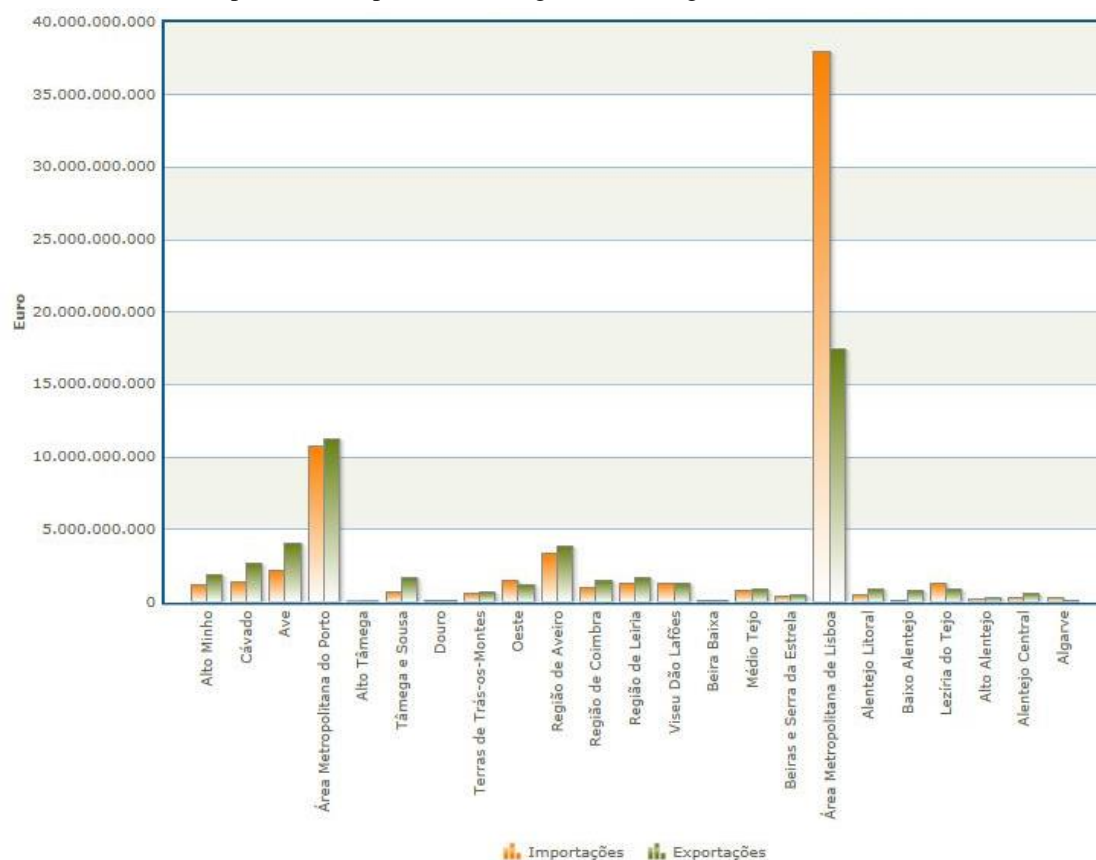


Fonte: Pordata

Quando analisada a concentração de exportações e importações de bens e serviços em Portugal, mais uma vez verifica-se que o maior número se situa no Litoral Norte e Centro do País, onde se insere o distrito de Leiria. Esta conclusão suporta a escolha do distrito de Leiria para o estudo da exposição ao risco cambial por parte das empresas aí situadas.

Se juntarmos à análise o gráfico seguinte, que apresenta o valor de bens importados e exportados por região do país, verifica-se que a Região de Leiria apresenta o sexto lugar no ranking nacional, apresentando, igualmente, um maior valor de bens exportados do que importados.

Tabela 3 Valores de bens importados e exportados nas regiões de Portugal



Fonte: Pordata

Feita a justificação da escolha do distrito de Leiria, face à importância regional que ocupa no panorama de regiões importadoras/exportadoras de Portugal, houve necessidade de proceder à recolha de uma amostra de empresas regionais com relevância para os critérios em estudo. Para a construção da amostra foram utilizados elementos retirados da base de dados SABI. Dado o objetivo do presente estudo, análise da exposição cambial das empresas da região de Leiria, optou-se por selecionar a amostra recolhendo informação acerca do Top 500 das empresas com compras e com vendas no mercado extracomunitário, com dados válidos para todos os anos de 2010 a 2019.

A opção de empresas com relações comerciais com o mercado extracomunitário resulta do facto de o estudo pretender analisar a exposição cambial e, dado os elementos fornecidos pela base de dados, ser impossível fazer a distinção entre os países da zona euro e os restantes países da comunidade que não usam o euro. Esta limitação da base de dados traz uma

limitação ao trabalho, dado que um dos países que faziam parte da comunidade, durante uma parte substancial do período em análise, ser o Reino Unido que é também um dos principais parceiros comerciais, mas que fica, por este motivo, excluído do estudo.

Do TOP 500 foram selecionadas 46 empresas com compras no mercado extracomunitário e 52 empresas com vendas no mercado extracomunitário, na Região de Leiria, o que totalizou um conjunto de 86 empresas na amostra inicial.

Tabela 4 Estatística descritiva - empresas importadoras da amostra inicial – 46 empresas – Ano 2019

	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Desvio Padrão</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>
<b>Ativo Total</b>	14 716 400	5 818 700	30 034 642	36 025	181 863
<b>Capital Próprio</b>	7 675 560	2 226 467	15 847 614	14 363	96 027 041
<b>Passivo</b>	7 040 840	2 756 064	14 404 252	21 662	85 835 154
<b>Volume Negócios</b>	17 950 585	6 775 773	29 477 966	34 859	143 071 227
<b>Resultado Período</b>	1 437 967	133 514	4 189 996	-281 932	21 566 327
<b>Compras + FSE Total</b>	13 661 002	4 923 054	23 979 420	22 965	132 027 824
<b>Compras + FSEExtraComun.</b>	3 057 145	181 915	14 699 168	0	99 668 811
<b>CFSEEXT/CFSET</b>	17,23%	8,93%	22,49%	0%	82,38%

Fonte: Elaboração Própria – Dados SABI

As empresas importadoras em estudo apresentaram, em termos médios, em 2019, um ativo total de 14.716 milhões de euros, um capital próprio de 7.676 milhões de euros, um passivo de 1.474 milhões de euros, um volume de negócios de 17.951 milhões de euros e resultado líquido do período de 1. 473 milhões de euros. Verifica-se que em média, aproximadamente, 17,23% das compras e fornecimento externos das empresas são provenientes de mercados extracomunitários, sendo a proporção mínima e máxima registada de 0,00% e 82,38% respetivamente.

Tabela 5 – Estatística descritiva – empresas exportadoras da amostra inicial – 52 empresas - Ano 2019

	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Desvio Padrão</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>
<b>Ativo Total</b>	9 825 588	5 084 752	14 873 555	342 912	99 219 642
<b>Capital Próprio</b>	5 136 071	1 702 928	8 064 833	-166 371	51 882 069
<b>Passivo</b>	4 689 517	2 120 734	7 255 250	238 331	47 337 573
<b>Resultado Período</b>	820 129	69 529	3 012 676	-424 827	21 566 327
<b>Volume Negócios</b>	8 453 715	3 546 185	12 548 510	51 945	71 688 776
<b>V.N. Extra-Comunit</b>	1 183 061	559 270	1 456 992	2 939	5 817 059
<b>VNEXT/VNT (%)</b>	28,36%	18,50%	29,73%	0,04%	100%

Fonte: Elaboração Própria - Dados SABI

As empresas exportadoras em estudo apresentaram um ativo total de 9.826 milhões de euros, um capital próprio de 5.136 milhões de euros, um passivo de 4.690 milhões de euros, um

volume de negócios de 8.454 milhões de euros e resultado líquido do período de 820 milhões de euros. Observa-se ainda, que em média, aproximadamente 28% do volume de negócios total da amostra é proveniente de atividades desenvolvidas em mercados extracomunitários, sendo a proporção mínima e máxima registada de 0,04% e 100% respetivamente.

Tabela 6: Caracterização das empresas importadoras – Dados médios de 2019

<i>Setores de Atividade</i>	<i>Dimensão</i>	<i>C+FSE EX /VC+FSE T</i>
<b>Comércio por grosso e a retalho</b>	Microempresas	18,95%
	Pequenas empresas	23,34%
	Médias Empresas	75,49%
<b>Construção</b>	Microempresas	0%
	Pequenas empresas	0,13%
<b>Indústria</b>	Microempresas	9,83
	Pequenas empresas	17,02%
	Médias empresas	1,71%
	Grandes Empresas	3,12%

Fonte: Elaboração Própria

No que diz respeito aos setores de atividade nas empresas importadoras, o setor do comércio por grosso e a retalho é o sector onde se observa uma maior adesão ao comércio externo, em que as médias empresas, seguidamente as pequenas empresas e as microempresas apresentam taxas de 75,49%, 23,34% e 18,95% respetivamente de compras extracomunitárias face ao volume total das compras. O segundo setor que recorre ao mercado extracomunitário para se fornecer é o setor da indústria e são as pequenas empresas que mais se destacam onde 17,02% das compras totais são provenientes de atividades extracomunitárias. O sector da construção é o setor que menos recorre ao mercado estrangeiro para se abastecer, verificando-se apenas uma taxa média de 0,13% face ao volume total das suas compras.

Tabela 7 Caracterização das empresas exportadoras – Dados médios de 2019

<i>Setores de Atividade</i>	<i>Dimensão</i>	<i>VEXT/VNT</i>
<b>Comércio por grosso e a retalho</b>	Microempresas	32,21%
	Pequenas empresas	17,35%
<b>Indústria</b>	Microempresas	41,92%
	Pequenas empresas	17,22%
	Médias empresas	1,71%

Fonte: Elaboração Própria

De acordo com a tabela 7, constatamos que na amostra são as microempresas que mais desenvolvem atividades comerciais extracomunitárias e é no sector industrial que mais se denota essa evidência, com 41,92%. Seguidamente temos também as microempresas referentes ao comércio por grosso e a retalho que apresentam 32,21% relativo ao volume de exportações face ao seu volume de negócios total. De seguida, são as pequenas empresas que demarcam as empresas exportadoras da amostra, onde mais uma vez o sector industrial e o sector do comércio por grosso e a retalho se evidenciam. Em termos de volume de exportação face ao volume de negócios apresentam uma média de 17,22% e 17,35% respetivamente. São as médias empresas que menos têm impacto nas vendas ao exterior apresentado apenas 1,71% face ao volume de negócios.

Da análise das tabelas anteriores resulta muito claro que algumas das empresas incluídas na amostra apresentam um volume de compras/vendas extracomunitárias muito baixos. Acresce que muitas dessas empresas são micro e pequenas empresas, pelo que o seu interesse/capacidade em fazer gestão do risco cambial deverá ser baixa. Assim, por forma a garantir representatividade da amostra, foi tomada a decisão de limitar as empresas da amostra a apenas as que apresentam um volume de compras extracomunitárias superior a 40% do volume de compras total e às empresas que apresentam um volume de vendas de bens e serviços extracomunitários superior a 40% do total de vendas.

A amostra final é constituída por 24 empresas, das quais 8 são empresas que apresentam um volume de compras extracomunitárias superior a 40% do total do seu valor de compras e 16 das quais são empresas que apresentam um volume de vendas extracomunitárias superior a 40% do valor total das suas vendas.

A posição das empresas incluídas na amostra face às empresas não financeiras de Portugal e da região de Leiria, pode ser aferida pela análise das tabelas 8, 9 e 10 que se seguem.

Tabela 8: Número de empresas não financeiras por setor, em Portugal, Região de Leiria e Amostra, em 2018

<i>Setor de Atividade</i>	<i>Portugal</i>	<i>%</i>	<i>Região Leiria</i>	<i>%</i>	<i>Amostra</i>	<i>%</i>
<i>Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca</i>	132 887	10,40%	1 940	5,38%	-	-
<i>Indústria Extrativas</i>	1 022	0,08%	138	0,38%	-	-
<i>Indústria Transformadora.</i>	68 214	5,34%	3 082	8,55%	13	54,17%
<i>Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria, ar frio</i>	4 365	0,34%	141	0,39%	-	-
<i>Captação, tratamento e distribuição de água</i>	1 280	0,10%	79	0,22%	-	-
<i>Construção</i>	85 311	6,67%	3 891	10,79%	-	-
<i>Comércio por grosso e a retalho</i>	217 831	17,04%	7 506	20,82%	11	45,83%
<i>Transporte e armazenagem</i>	25 592	2,00%	856	2,37%	-	-
<i>Alojamento, restauração e similares</i>	113 191	8,86%	2 385	6,62%	-	-
<i>Atividades de informação e comunicação</i>	19 116	1,50%	379	1,05%	-	-
<i>Atividades imobiliárias</i>	45 510	3,56%	1 172	3,25%	-	-
<i>Atividades de consultoria, ciências, técnicas e similares</i>	128 466	10,05%	3 539	9,82%	-	-
<i>Atividades administrativas e dos serviços de apoio</i>	181 109	14,17%	4 366	12,11%	-	-
<i>Educação</i>	57 895	4,53%	1 665	4,62%	-	-
<i>Atividades de saúde e apoio social</i>	98 006	7,67%	2 327	6,46%	-	-
<i>Atividades artísticas de espetáculos, desportivas e recreativas</i>	36 689	2,87%	834	2,31%	-	-
<i>Outras atividades</i>	61 680	4,83%	1 747	4,85%	-	-
<b>Total</b>	<b>1.278.164</b>	<b>100%</b>	<b>36 047</b>	<b>100%</b>	<b>24</b>	<b>100%</b>

Fonte: Elaboração Própria através de dados retirados do PORDATA

Em 2018, existiam três setores de atividade com mais impacto nas empresas não financeiras em Portugal: o setor do comércio por grosso e a retalho com um número total de 217.831 empresas, representando 17,4% das empresas não financeiras; seguidamente o sector das atividades administrativas e dos serviços de apoio, com 181.109 empresas, 14,17%; em terceiro lugar o sector da agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca, com um total de 132.887 empresas, representando 10,40%.

Na região de Leiria há um predomínio de empresas relacionadas com o setor do comércio por grosso e a retalho, apresentado um número total de 7.506 empresas, ou seja, 20,82% das empresas não financeiras; seguidamente o setor das atividades administrativas e dos serviços de apoio com 4.366 empresas (12,11%) e em terceiro lugar a construção, que totaliza 3.891 empresas (10,76%).

Na amostra apenas existem apenas dois sectores: o da indústria transformadora, com 54,98%, e do comércio por grosso e a retalho com 45,83%, o que se explica por esta se referir apenas a empresas com volumes significativos de comércio externo. Desde modo, verifica-se que o sector do comércio por grosso e a retalho tem um maior número de empresas tanto a nível nacional como regional e também na amostra. A amostra apresenta igualmente um grande número de empresas da indústria transformadora, que embora não representem um volume percentual tão elevado quer a nível nacional, quer a nível regional, se explica no contexto da

amostra, pelo caráter importador/exportador de um número significativo de empresas da indústria transformadora.

Tabela 9 Volume de negócios das empresas não financeiras por setor, em Portugal, Região de Leiria e Amostra, em 2018 – Valores em milhares

<i>Setor de Atividade</i>	<i>Portugal</i>	<i>%</i>	<i>Região Leiria</i>	<i>%</i>	<i>Amostra</i>	<i>%</i>
<i>Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca</i>	7 448 463	1,88%	407 251	3,80%	-	-
<i>Indústria Extrativas</i>	1 137 553	0,29%	108 411	1,01%	-	-
<i>Indústria Transformadora.</i>	95 185 632	24,00%	3 617 006	33,78%	47 976	19,46%
<i>Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria, ar frio</i>	22 877 895	5,77%	42 274	0,39%	-	-
<i>Captação, tratamento e distribuição de água</i>	3 601 269	0,91%	80 320	0,75%	-	-
<i>Construção</i>	21 212 518	5,35%	905 170	8,45%	-	-
<i>Comércio por grosso e a retalho</i>	146 250 983	38,87%	3 996 999	37,33%	198 577	80,54%
<i>Transporte e armazenagem</i>	21 863 824	5,51%	468 466	4,38%	-	-
<i>Alojamento, restauração e similares</i>	14 860 667	3,75%	244 331	2,28%	-	-
<i>Atividades de informação e comunicação</i>	12 941 063	3,26%	47 411	0,44%	-	-
<i>Atividades imobiliárias</i>	8 385 246	2,11%	122 389	1,14%	-	-
<i>Atividades de consultoria, ciências, técnicas e similares</i>	13 483 783	3,40%	224 613	2,10%	-	-
<i>Atividades administrativas e dos serviços de apoio</i>	13 579 334	3,42%	189 971	1,77%	-	-
<i>Educação</i>	1 697 953	0,43%	34 246	0,32%	-	-
<i>Atividades de saúde e apoio social</i>	7 687 485	1,94%	155 394	1,45%	-	-
<i>Atividades artísticas de espetáculos, desportivas e recreativas</i>	2 732 342	0,69%	18 339	0,17%	-	-
<i>Outras atividades</i>	1 733 482	0,44%	43 442	0,41%	-	-
<b>Total</b>	<b>396 679.491</b>	<b>100%</b>	<b>10 706 033</b>	<b>100%</b>	<b>246 553</b>	<b>100%</b>

Fonte: Elaboração Própria através de dados retirados do PORDATA

Em termos de volume de negócios, em 2018, em Portugal, verificamos que a atividade do comércio por grosso e retalho apresenta €146.250.983, contribuindo com 38,87% face ao volume de negócios total nacional. Seguidamente, a indústria transformadora com €95.185.632, ou seja, 24%. E a terceira atividade que mais contribui para o volume de negócios nacional é a eletricidade, gás, vapor, água quente e fria, ar frio com €22.877.895, correspondendo a 5,77%.

Na região de Leiria, o setor que mais contribui para o volume de negócios foi igualmente o setor do comércio, contribuindo com 37,33%, (€3.996.999), seguidamente a indústria transformadora com 33,78% e em terceiro lugar a construção representado 8,45%.

Na amostra, verifica-se que o setor do comércio por grosso e a retalho contribui com 80,54% do volume de negócios total da amostra, seguido do setor da indústria com 19,46%.

Tabela 10: Número de trabalhadores das empresas não financeiras por setor, em Portugal, Região de Leiria e

<i>Setor de Atividade</i>	<i>Portugal</i>	<i>%</i>	<i>Região Leiria</i>	<i>%</i>	<i>Amostra</i>	<i>%</i>
<i>Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca</i>	200 337	4,93%	3 721	3,21%	-	-
<i>Indústria Extrativas</i>	9 497	0,23%	962	0,83%	-	-
<i>Indústria Transformadora.</i>	735 109	10,18%	33 319	28,77%	695	77,22%
<i>Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria, ar frio</i>	13 462	0,33%	247	0,21%	-	-
<i>Captação, tratamento e distribuição de água</i>	33 522	0,83%	736	0,64%	-	-
<i>Construção</i>	328 053	8,08%	14 104	12,18%	-	-
<i>Comércio por grosso e a retalho</i>	791 887	19,50%	23 408	20,21%	205	22,78%
<i>Transporte e armazenagem</i>	175 559	4,32%	5 747	4,96%	-	-
<i>Alojamento, restauração e similares</i>	375 067	9,24%	6 440	5,56%	-	-
<i>Atividades de informação e comunicação</i>	111 168	2,74%	1 061	0,92%	-	-
<i>Atividades imobiliárias</i>	71 776	1,77%	1 656	1,43%	-	-
<i>Atividades de consultoria, ciências, técnicas e similares</i>	267 213	6,58%	6 019	5,20%	-	-
<i>Atividades administrativas e dos serviços de apoio</i>	505 232	12,44%	7 129	6,16%	-	-
<i>Educação</i>	97 385	2,40%	2 767	2,39%	-	-
<i>Atividades de saúde e apoio social</i>	190 739	4,70%	4 799	4,14%	-	-
<i>Atividades artísticas de espetáculos, desportivas e recreativas</i>	61 030	1,50%	1 069	0,92%	-	-
<i>Outras atividades</i>	93 415	2,30%	2 622	2,26%	-	-
<b>Total</b>	<b>4 060 451</b>	<b>100%</b>	<b>115 806</b>	<b>100%</b>	<b>900</b>	<b>100%</b>

Fonte: Elaboração Própria através de dados retirados do PORDATA

Em 2018, havia 4.060.451 de trabalhadores em Portugal nas empresas não financeiras, tendo-se apurado que a atividade que mais emprega é o sector do comércio, seguido das atividades administrativas e de serviços de apoio e em terceiro lugar a indústria transformadora, com 19,50%, 12,44% e 10,18% respetivamente face ao número total.

Já na região de Leiria, o sector que mais empregou em 2018, foi a indústria transformadora, seguido do sector comercial e em terceiro o sector da construção, com, 33.319 trabalhadores (28,77%), 23.408 (20,21%) e 14.104 (12,18%) respetivamente.

Relativamente à amostra, o sector da indústria transformadora e o comércio por grosso e a retalho empregavam 695 trabalhadores e 205 respetivamente, o que significa manter uma proporção, em termos de importância relativa, idêntica à que encontramos, quer a nível nacional, quer a nível regional.

Para efeito do presente estudo, foram considerados os seguintes dados, recolhidos através da análise dos relatórios de contas comunicados através das IES e recolhidos através da base de dados SABI: valores referentes às atividades externas (exportações e importações

extracomunitárias), total dos ativos, volume de negócios, capitais próprios, resultados líquidos do período e passivo.

Tabela 11 Estatística descritiva - empresas importadoras da amostra inicial – 8 empresas – Ano 2019

	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Desvio Padrão</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>
<b>Ativo Total</b>	9 091 713	5 365 314	9 854 272	1 929 610	31 822 245
<b>Capital Próprio</b>	4 154 184	2 991 573	2 967 606	1 273 001	10 939 651
<b>Passivo</b>	4 937 529	2 385 980	7 076 943	128 541	20 882 594
<b>Volume Negócios</b>	23 709 790	5 659 797	48 516 745	831 395	143 071 227
<b>Resultado Período</b>	497 034	155 182	1 246 276	-281 932	3 544 846
<b>Compras+ FSE Total</b>	21 154 612	4 542 210	45 026 892	356 494	132 027 824
<b>Compras Extracum</b>	15 724 024	2 559 343	34 132 212	143 236	99 668 811
<b>FSEEXT/FSET (%)</b>	59,74%	56,07%	17,51%	40,18%	82,38%

Fonte: Elaboração Própria – Dados SABI

Tabela 12 Estatística descritiva – empresas exportadoras da amostra inicial – 16 empresas – Ano 2019

	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Desvio Padrão</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>
<b>Ativo Total</b>	4 908 915	1 603 051	5 004 510	342 912	17 144 303
<b>Capital Próprio</b>	3 095 030	604 628	4 000 260	-166 371	11 822 288
<b>Passivo</b>	1 813 885	771 743	1 874 797	255 311	6 419 774
<b>Resultado Período</b>	220 315	32 745	413 937	-150 939	1 380 608
<b>Volume Negócios</b>	3 347 558	1 729 999	3 408 840	51 945	12 507 385
<b>V.N. Extra-Comunit</b>	1 990 395	1 076 602	1 879 343	36 426	5 817 059
<b>VNEXT/VNT (%)</b>	64,72%	62,64%	24,72%	40,39%	100%

Fonte: Elaboração Própria- Dados SABI

Da análise das tabelas 11 e 12 consegue-se verificar que as empresas incluídas na nova amostra apresentam um volume de compras/vendas extracomunitárias mais elevado, sendo a proporção mínima 40,18% e 40,39% e máxima registada de 82,38% e 100%, respetivamente.

As empresas importadoras em estudo apresentaram, em termos médios, no ano de 2019: um ativo total de 9.092 milhões de euros; um capital próprio de 4.454 milhões de euros, um passivo de 4.938 milhões de euros; um volume de negócios de 23.710 milhões de euros e resultado líquido do período de 497 milhões de euros.

No que diz respeito às empresas exportadoras, estas apresentaram, em 2019, em termos médios: um ativo total de 4.909 milhões de euros; um capital próprio de 3.095 milhões de euros, um passivo de 1.814 milhões de euros; um volume de negócios de 3.348 milhões de euros e resultado líquido do período de 220 milhões de euros.

## **2. Metodologia**

Tendo como paradigma o estudo de Zhou e Wang (2013), esta dissertação tem como objetivo analisar o risco cambial em empresas não-financeiras da região de Leiria não cotadas em bolsa, no período compreendido entre 2010 e 2019.

Esta dissertação trata essencialmente de questões relacionadas com o risco cambial das empresas, uma vez que estes assumem um papel fundamental sobre os *cash-flows* e o valor das empresas. Procura-se ainda averiguar, por consulta dos dados contidos nas IES e coletados na base de dados SABI, se existem indícios de utilização de instrumentos de cobertura de risco, nomeadamente de instrumentos derivados, dado que a NCRF 27 obriga à sua contabilização.

No presente ponto é apresentada a metodologia seguida para a concretização do principal objetivo subjacente à realização deste estudo. Assim, na primeira secção é feita uma breve descrição dos instrumentos de recolha de dados. De seguida são apresentadas as variáveis utilizadas para a aferição da exposição cambial. Na terceira secção, são apresentados os modelos econométricos utilizados.

### **2.1. Instrumentos de Recolha da Informação**

Para o desenvolvimento dos diversos trabalhos empíricos têm sido seguidas, fundamentalmente, duas metodologias de recolha de informação: a primeira metodologia através de inquéritos dirigidos às empresas e a segunda através da recolha de variáveis económico-financeiras diretamente das demonstrações financeiras, de forma a analisar, se os atributos sugeridos pela teoria financeira para a implementação de estratégias de gestão do risco se verificam de facto entre as empresas. As variáveis recolhidas funcionarão como *proxies* de um conjunto de características das empresas da amostra.

Assim sendo, numa primeira fase foram realizadas pesquisas no sentido de obter os contactos eletrónicos das referidas empresas incluídas na amostra por forma a aferir a eventual gestão de risco cambial levada a cabo pelas empresas da amostra. Posteriormente, através dos endereços eletrónicos foi possível o envio de um questionário de acordo com o pretendido, complementado pela recolha de elementos constantes nos relatórios de contas. O inquérito enviado, pretendia averiguar se as empresas utilizavam técnicas de cobertura de risco cambial, internas, externas ou dos dois tipos. Não obstante, dadas as dificuldades enfrentadas

pelas empresas na atual situação pandémica, o número de respostas recebido, não foi suficiente para as mesmas serem consideradas no trabalho<sup>11</sup>.

Assim, no presente estudo, todos os dados foram recolhidos através de uma análise dos relatórios de contas comunicados através das IES e divulgados na base de dados SABI.

Não podendo aceder a informação acerca da utilização de técnicas de cobertura de risco cambial internas por ausência de respostas aos inquéritos enviados, procurou-se analisar os dados divulgados na SABI, no sentido de verificar o uso/ou não de instrumentos derivados. Desta forma, e com o objetivo de aferir a utilização de derivados financeiros para cobertura de risco cambial e tendo como base o facto de que a NCRF 27 ter aplicação obrigatória, em território português, desde 2010, foi feita uma análise dos elementos contantes das IES, divulgados pela SABI, no sentido de encontrar evidências da sua utilização/não utilização por parte das empresas da amostra.

De facto, o IASB (*International Accounting Standards Board*), desde a sua constituição em 1973, tem procurado formular normas de contabilidade de qualidade e de aceitação a nível internacional, assentes numa base de conceitos, de forma a seguir os princípios basilares da contabilidade.

O objetivo das demonstrações financeiras é proporcionar aos seus utilizadores, como investidores, financiadores e autoridades reguladoras, informação que seja útil à tomada de decisões, principalmente decisões a nível de investimento e concessão de crédito. Deste modo, a informação só relevante e fiável, quando em tempo útil, for capaz de influenciar a tomada de decisões dos seus utentes, auxiliando-os na avaliação dos impactos que transações passadas, presentes e/ou futuras possam ter na geração de fluxos de caixa futuros (função preditiva) ou, confirmar/corrigir avaliações anteriormente efetuadas (função confirmatória).

Em 1995, o IASB procedeu à emissão da IAS 32 – Instrumentos Financeiros: Divulgação e Apresentação, devido ao aumento do volume de transações e da propagação da utilização dos instrumentos financeiros a nível mundial. Esta norma tem como objetivo estabelecer os princípios para a divulgação e apresentação de instrumentos financeiros, como passivos ou capital próprio e a compensação entre ativos financeiros e passivos financeiros. Contudo,

---

<sup>11</sup> Foram apenas recebidas 2 respostas ao inquérito enviado.

face à complexidade e à rápida evolução destes instrumentos, o normativo foi ao longo do tempo sofrendo sucessivas modificações.

No normativo nacional, a NCRF 27- Instrumentos Financeiros, “*tem por base as Normas Internacionais de Contabilidade IAS - 32 Instrumentos Financeiros: Apresentação, IAS 39 - Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração e IFRS 7 - Instrumentos Financeiros - Divulgação de Informações, adotadas pelo texto original do Regulamento (CE) nº 1126/2008 da Comissão, 3 de novembro*” (SNC, pp: 295). Este normativo tem como objetivo determinar o tratamento contabilístico dos instrumentos financeiros, assim como, a sua apresentação e divulgação. Esta norma deve ser aplicada no reconhecimento, mensuração e divulgação de todos os instrumentos financeiros que não sejam:

- a) Investimentos em subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos;
- b) Direitos e obrigações no âmbito de um plano de benefícios a empregados;
- c) Direitos no âmbito de um contrato de seguro a não ser que o contrato de seguro resulte numa perda para qualquer das partes em resultado dos termos contratuais que se relacionem com:
  - i. Alterações no risco segurado;
  - ii. Alterações na taxa de câmbio;
  - iii. Entrada em incumprimento de uma das partes.
- d) Locações, a não ser que a locação resulte numa perda para o locador ou locatário como resultado dos termos do contrato que se relacionem com:
  - i. Alterações no preço do bem locado;
  - ii. Alterações na taxa de câmbio;
  - iii. Entrada em incumprimento de uma das contrapartes.

Comparativamente ao normativo IASB, a NCRF 27 apresenta ser uma versão muito simplificada das normas internacionais, assim como, ao contrário das normas internacionais, não estabelece qualquer distinção entre instrumentos financeiros temporários e instrumentos financeiros permanentes (instrumentos financeiros detidos para negociação *vs* ativos financeiros disponíveis para venda), sendo que a mensuração destas “categorias” de instrumentos financeiros é comum.

A consulta da base de dados SABI não demonstrou o uso de instrumentos financeiros derivados por parte das empresas que constituem a amostra, pelo que, na ausência de

confirmação não podemos afirmar que as empresas da amostra usam instrumentos financeiros derivados.

## 2.2. Descrição das variáveis e parâmetros

As variáveis e os parâmetros utilizadas/obtidos neste estudo foram recolhidas/estimados em função do objetivo proposto, das argumentações teóricas sobre a exposição cambial e das evidências apresentadas pelos vários estudos referidos na revisão de literatura.

### Retorno $R_{it}$

A variável  $R_{it}$  corresponde à rendibilidade da empresa  $i$  no período  $t$ , para cada uma das empresas que constituem a amostra em estudo. Atendendo a que se trata de um estudo que utiliza empresas não cotadas, cujos valores das variáveis foram retirados de uma base de dados que retira informação das IES, torna-se necessário trabalhar com valores anuais. Sendo, obviamente, uma limitação, porque limita (muito) os dados disponíveis, é, na realidade, a única forma de que dispomos para tratar empresas da dimensão das tratadas na atual amostra.

Assim a rendibilidade anual é calculada de acordo com a fórmula  $R_{it} = \frac{Ativo\ Total_{i,t}}{Ativo\ Total_{i,t-1}}$ . Onde

o valor do ativo total é entendido como uma *proxy* do valor da empresa  $i$  no ano  $t$ . Embora seja um critério de avaliação de empresas que se baseia apenas no seu património, esta foi a solução encontrada face à escassez de elementos disponíveis para fazer a respetiva avaliação.

### Exposição Cambial $\beta_{ei}$

A variável  $\beta_{ei}$ , estimada pelo modelo, traduz a sensibilidade do valor das empresas face à variação das taxas de câmbio, isto é, corresponde ao impacto da variação de um 1% nas taxas de câmbio sobre o valor das empresas.

### Rendibilidade da carteira de mercado $R_{mt}$

A variável  $R_{mt}$  corresponde à taxa de rentabilidade média anual do índice de mercado onde se encontram as empresas que compõem a amostra, no caso, foi utilizado o índice PSI 20. A introdução desta variável constitui uma das alterações ao modelo base apresentado por Adler e Dumas (1984) na determinação da exposição cambial, dado que, a introdução desta variável permite o controlo dos efeitos macroeconómicos (Jorion, 1990; Bodnar & Wong, 2003; Nguyen & Faff, 2003; Zhou & Wang, 2013, entre outros).

## Rendibilidade do índice cambial $R_{et}$

Esta variável representa a taxa de rentabilidade do índice de taxa de câmbio efetivo do euro calculado através da aplicação de ponderadores (com base nas estatísticas do comércio externo) às taxas de câmbio bilaterais do euro face às moedas dos principais parceiros comerciais da zona euro. Neste caso utilizar-se-á a taxa de rentabilidade do índice de taxa de câmbio efetivo nominal diária e média anual recolhida da base de dados do Banco de Portugal. Segundo Zhou e Wang (2013) o índice de taxas de câmbio efetivo é o mais apropriado para medir a força de uma moeda, comparado às cotações bilaterais dos pares de divisas.

Não obstante, porque a amostra em estudo comporta sobretudo empresas de muito reduzida dimensão, e porque a taxa de câmbio efetiva nominal, apresenta um valor composto que pode não ser apropriado quando referido a uma pequena empresa com um mercado externo muito centrado num determinado país, optou-se igualmente por testar a rentabilidade de algumas taxas de câmbio bilaterais. Nomeadamente, atendendo a que os principais fornecedores, extracomunitários, das empresas portuguesas se situam na China, EUA e Rússia, são testadas as taxas de câmbio bilaterais do euro com o Yuan, o Dólar Americano e o Rublo Russo. Estas taxas de câmbio bilaterais são testadas para as empresas da amostra que apresentam um valor de compras extracomunitárias superior a 40% do valor das compras totais. Paralelamente, atendendo as que os principais países destinatários das exportações portuguesas, extracomunitários, são os EUA, Angola e o Brasil, são testadas as taxas de câmbio bilaterais do euro com o Dólar Americano, o Kwanza e o Real brasileiro. Estas taxas de câmbio bilaterais são testadas para as empresas da amostra que apresentam um valor de vendas extracomunitárias superior a 40% do valor das vendas totais.

### 2.3. Modelo Utilizado

Como já referido, a realização deste estudo tem por base o estudo de Zhou e Wang (2013). Assim, procura-se determinar a sensibilidade da taxa de rentabilidade anual individual de cada empresa face à volatilidade do mercado cambial, determinando a designada exposição cambial, de acordo com o seguinte modelo de regressão linear (Consistente com Jorion,1990; Loudon, G., 1993; Allayannis & Ofek ,2001; Nguyen & Faff, 2003 e Zhou & Wang,2013; entre outros):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{mi}R_{mt} + \beta_{ei}R_{et} + \varepsilon_{it}, t = 1,2 \dots T$$

Em que:

- $R_{it}$  representa a taxa de rentabilidade da empresa  $i$ , no período  $t$ ;
- $R_{mt}$  corresponde à taxa de rentabilidade do índice de portfólio de mercado no período  $t$ ;
- $R_{et}$  representa a taxa de rentabilidade do índice cambial do euro no período  $t$ ; medido em unidade de moeda estrangeira por unidade do euro ( $€1,00=X$  moeda estrangeira);
- $\beta_{mi}$  é o coeficiente que mede a sensibilidade de cada empresa às variações do mercado;
- $\beta_{ei}$  é o coeficiente que mede a exposição cambial de cada empresa.

O parâmetro  $\beta_{ei}$  representa a exposição cambial individual de cada empresa em estudo. Semelhante ao beta de mercado, que mede a sensibilidade do retorno das ações das empresas face à volatilidade do mercado, o parâmetro  $\beta_{ei}$  mede a sensibilidade do retorno das ações individuais das empresas face à variação de 1% no mercado cambial.

As taxas de câmbios encontram-se calculadas em unidades de moeda estrangeira por unidade de moeda doméstica (euro). Desta forma, um aumento do índice cambial traduz uma valorização da moeda doméstica (Euro) e uma redução do índice cambial representa uma desvalorização da moeda doméstica (Euro). No seguimento desta teoria, um  $\beta_{ei}$  positivo corresponde a uma exposição cambial positiva e um  $\beta_{ei}$  negativo sinaliza uma exposição cambial negativa.

Tendo em conta ainda a forma de cotação dos índices cambiais e das taxas de câmbio utilizadas no estudo, a valorização do euro leva ao aumento do índice cambial, o que consequentemente leva à diminuição do valor das empresas presentes no mercado externo através de exportações, filiais e subsidiárias. Por outro lado, a valorização do euro leva ao aumento do valor das empresas envolvidas em atividades de importação. Em conformidade com esta hipótese teórica, espera-se que as empresas presentes no mercado externo através de importações/exportações apresentem uma exposição cambial positiva/negativa.

### 3. Análise e Discussão dos Resultados

No presente capítulo são apresentados e analisados os principais resultados obtidos na aferição da exposição cambial.

Os resultados apresentados utilizam a rendibilidade do índice de taxa de câmbio efetivo nominal diária e média anual recolhida da base de dados do Banco de Portugal e 5 taxas de câmbio bilaterais do euro que correspondem às moedas dos principais mercados onde atua a maioria das empresas nacionais. Atendendo a que os principais fornecedores, extracomunitários das empresas portuguesas se situam na China, EUA e Rússia, são testadas as taxas de câmbio bilaterais do Euro com o Yuan, o Dólar Americano e o Rublo Russo. Atendendo as que os principais países destinatários das exportações portuguesas, extracomunitários, são os EUA, Angola e o Brasil, são testadas as taxas de câmbio bilaterais do Euro com o Dólar Americano, o Kwanza e o Real brasileiro.

Este capítulo está dividido em duas partes: na primeira vão ser analisados os resultados referentes às empresas importadoras e na segunda parte, os resultados referentes às empresas exportadoras.

#### *Exposição cambial das empresas importadoras*

As exposições cambiais das empresas importadoras que compõem a amostra foram determinadas com recurso ao índice de taxa de câmbio efetiva nominal, e três taxas de câmbios bilaterais do Euro face às moedas dos principais mercados onde atuam a maioria de empresas importadoras em Portugal, o Yuan, o Dólar Americano e o Rublo Russo.

As Tabelas 13, 14, 15 e 16 sumarizam os resultados da exposição cambial face ao índice de taxa de câmbio efetiva nominal do euro.

Tabela 13 Estatística descritiva da exposição cambial - taxa de câmbio efetiva nominal

	<b>Coefficiente Exposição Cambial</b>
<b>Número de Empresas</b>	8
<b>Média</b>	0,3540135
<b>Mediana</b>	-0,2682265
<b>Máximo</b>	7,78972
<b>Mínimo</b>	-4,94375
<b>Desvio Padrão</b>	4,028239274

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 14 Estatísticas Descritivas da exposição cambial positivas e negativas - taxa de câmbio efetiva nominal

	Número	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
<b>Empresas com exposição cambial positiva</b>	4	3,19152	2,373176	7,78972	0,230008	3,632313
<b>Empresas com exposição cambial negativa</b>	4	-2,48349	-2,11188	-0,76646	-4,94375	1,788328

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 15 Análise da significância da exposição cambial - taxa de câmbio efetiva nominal

			Não Significativa	Significativa		
	$\beta_{ei} > 0$	$\beta_{ei} < 0$	>10%	<10%	< 5%	< 1%
<b>Nº Empresas</b>	4	4	8	0	0	0
<b>Porcentagem</b>	50%	50%	100%	0	0	0

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 16 Exposição cambial média por grupo – taxa de câmbio efetiva nominal

	Nº empresas	Coef. médio
<b>40% &lt;Compras extracomunitárias/ compras Total &lt;60%</b>	5	-1,37226
<b>60% &lt;Compras extracomunitárias/ compras Total &lt;80%</b>	1	-2,51006
<b>80% &lt;Compras extracomunitárias/ compras Total &lt;90%</b>	2	6,10173
<b>Compras extracomunitárias/ compras Total &gt;90%</b>	0	-

Fonte: Elaboração Própria

A metodologia seguida para a estimação da exposição cambial para as empresas importadoras gerou 8 coeficientes indicadores da sensibilidade das empresas à volatilidade do mercado cambial.

De acordo com a regressão estimada constatam-se coeficientes de exposição muito diversificados, verificando-se um mínimo de -4,94375 e um máximo de 7,78972, com uma média de 0,35401. Deste modo, o resultado indica que em média, um aumento de 1% do índice de exposição cambial levará ao aumento do valor das empresas envolvidas em atividade de importação de 0,35%, ou seja, a valorização do euro tem um impacto positivo no valor de mercado das empresas em estudo.

Ao analisar as tabelas 14 e 15 verifica-se que os resultados obtidos deste estudo estão em conformidade com a literatura, observando-se que metade (50%) da amostra referente às empresas com atividades importadoras apresentam indicadores de exposição cambial

negativa e a restante metade indicadores de exposição positiva face à taxa de cambio efetiva nominal. De acordo com as hipóteses teóricas, a valorização da moeda doméstica, o euro, leva ao aumento do valor das empresas com atividades de importação. No que se refere à significância da exposição cambial, tabela 15, os resultados apontam que 100% dos resultados obtidos não são estatisticamente significativos para a taxa de câmbio efetiva nominal.

Relativamente à tabela 16, percebe-se que grande parte das empresas que constituem a mostra apresentam atividades de importação entre os 40% e os 60% face ao seu volume de compras total, apresentando um coeficiente de exposição cambial médio da taxa efetiva nominal negativo de -1,37226. Nas atividades importadoras entre os 60% e os 80% existe apenas uma empresa e com um coeficiente de exposição cambial médio de -2,51006. As restantes duas empresas assumem atividades de importação entre os 80% e os 90% face ao volume de compras total e apresentam um coeficiente de exposição cambial médio positivo de 6,10173. Assim, o coeficiente de exposição cambial apenas apresenta um valor médio positivo (como seria expectável) para as empresas com atividades de importação entre os 80% e os 90% face ao volume de compras total.

Verifica-se que as empresas importadoras que constituem a amostra, apresentam um coeficiente de exposição cambial face à taxa efetiva nominal sem significância estatística. Dado que desconhecemos se as empresas concentram as suas compras em determinados países, ficando, por esse motivo, mais expostas a câmbios bilaterais do que aqueles que conseguem ser captados por uma taxa de câmbio compósita optou-se por calcular as exposições cambiais de taxas bilaterais do euro face às moedas dos principais mercados importadores de Portugal.

Tabela 17 Estatística descritiva das exposições cambiais - taxas de câmbio EUR/CNY, EUR/USD e EUR/RUB

	Coefficiente Exposição Cambial - EUR/CNY	Coefficiente Exposição Cambial - EUR/USD	Coefficiente Exposição Cambial - EUR/RUB
<b>Número de Empresas</b>	8	8	8
<b>Média</b>	0,149149	0,101280	-0,062406
<b>Mediana</b>	-0,098243	-0,023498	-0,012200
<b>Máximo</b>	2,21056	1,89069	0,228107
<b>Mínimo</b>	-1,51256	-1,61451	-0,573222
<b>Desvio Padrão</b>	1,343522	1,057911	0,254660
<b>Nº de empresas com <math>\beta_{ei} &gt; 0</math></b>	4	4	4
<b>Nº de empresas com <math>\beta_{ei} &lt; 0</math></b>	4	4	4
<b>% de empresas <math>\beta_{ei}</math> não significativo (&gt; 10%)</b>	87,5%	87,50%	87,50%
<b>% de empresas <math>\beta_{ei}</math> significativo (&lt; 10%)</b>	12,50%	0	0
<b>% de empresas <math>\beta_{ei}</math> significativo (&lt; 5%)</b>	0	0	12,50%
<b>% de empresas <math>\beta_{ei}</math> significativo (&lt; 1%)</b>	0	12,50%	0

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 18 Estatísticas Descritivas da exposição cambial positivas e negativas - taxa de câmbio EUR/CNY

	Número	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
<b>Empresas com exposição cambial positiva</b>	4	1,150241	1,186535	2,21056	0,017335	1,000679
<b>Empresas com exposição cambial negativa</b>	4	-0,85194	-0,84069	-0,21382	-1,51256	0,733439

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 19 Estatísticas Descritivas da exposição cambial positivas e negativas - taxa de câmbio EUR/USD

	Número	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
<b>Empresas com exposição cambial positiva</b>	4	0,850485	0,681732	1,89069	0,147786	0,829082
<b>Empresas com exposição cambial negativa</b>	4	-0,64793	-0,39121	-0,19478	1,61451	0,653614

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 20 Estatísticas Descritivas da exposição cambial positivas e negativas - taxa de câmbio EUR/RUB

	Número	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
<b>Empresas com exposição cambial positiva</b>	4	0,129406	0,11417	0,228107	0,061179	0,077515
<b>Empresas com exposição cambial negativa</b>	4	-0,25422	-0,17904	-0,08558	-0,57322	0,217256

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 21 Exposição cambial média por grupo - taxa de câmbio EUR/CNY

	Nº empresas	Coef. médio
<b>40% &lt;Compras extracomunitárias/ compras Total &lt;60%</b>	5	0,0665374
<b>60%&lt;Compras extracomunitárias/ compras Total &lt;80%</b>	1	-1,51256
<b>80%&lt;Compras extracomunitárias/ compras Total &lt;90%</b>	2	1,186535
<b>Compras extracomunitárias/ compras Total &gt;90%</b>	0	-

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 22 Exposição cambial média por grupo – taxa de câmbio EUR/USD

	Nº empresas	Coef. médio
<b>40% &lt;Compras extracomunitárias/ compras Total &lt;60%</b>	5	-0,19581
<b>60%&lt;Compras extracomunitárias/ compras Total &lt;80%</b>	1	-0,3198
<b>80%&lt;Compras extracomunitárias/ compras Total &lt;90%</b>	2	1,054542
<b>Compras extracomunitárias/ compras Total &gt;90%</b>	0	-

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 23 Exposição cambial média por grupo – taxa de câmbio EUR/RUB

	Nº empresas	Coef. médio
<b>40% &lt;Compras extracomunitárias/ compras Total &lt;60%</b>	5	0,0616162
<b>60%&lt;Compras extracomunitárias/ compras Total &lt;80%</b>	1	0,153949
<b>80%&lt;Compras extracomunitárias/ compras Total &lt;90%</b>	2	-0,172558
<b>Compras extracomunitárias/ compras Total &gt;90%</b>	0	-

Fonte: Elaboração Própria

Tal como o verificado nos resultados da exposição cambial à taxa efetiva nominal metade (50%) da amostra referente às empresas com atividades importadoras apresentam indicadores de exposição cambial negativa e a restante metade indicadores de exposição positiva face às cotações bilaterais.

Através da utilização das taxas de câmbio bilaterais o cenário apresentado através da tabela 17 difere do cenário da exposição cambial da taxa de câmbio efetiva nominal. De facto, no que se refere à significância da exposição cambial, os resultados agora apontam para 12,5% de significância estatística, para cada uma das taxas de câmbio bilateral em análise. Estes resultados poderão significar que existe concentração das importações em determinados países. Assim, apesar da percentagem de coeficientes cambiais com significância estatística ser baixo, estes resultados estão em conformidade com os encontrados na literatura.

Relativamente às tabelas 21, 22 e 23, percebe-se que grande parte das empresas que constituem a mostra apresentam atividades de importação entre os 40% e os 60% face ao seu

volume de compras total, apresentando coeficientes de exposição cambial médio das taxas de câmbio EUR/CNY, EUR/USD e EUR/RUB de 0,6665, -0,19581 e 0,0616 respectivamente. Nas atividades importadoras entre os 60% e os 80% existe apenas uma empresa por cada taxa de câmbio variando os coeficientes entre os -1,5126 e os 0,1539. As restantes empresas apresentam atividades de importação entre os 80% e os 90% face ao volume de compras total e apresentam coeficientes de exposição cambial bilaterais médios positivos para o yuan chinês e para o dólar americano de 1,186535 e 1,054542 e um coeficiente de exposição cambial bilateral médio negativo do rublo russo de -0,172558.

### ***Exposição cambial das empresas exportadoras***

As exposições cambiais das empresas exportadoras que compõem a amostra foram determinadas com recurso ao índice de taxa de câmbio efetiva nominal e três taxas câmbio bilaterais do euro, o Dólar Americano, o Kwanza e o Real brasileiro.

Tabela 24 Estatística descritiva da exposição cambial - taxa de câmbio efetiva nominal

	<b>Coeficiente Exposição Cambial</b>
<b>Número de Empresas</b>	16
<b>Média</b>	-3,955615
<b>Mediana</b>	-2,033815
<b>Máximo</b>	9,76596
<b>Mínimo</b>	-33,2854
<b>Desvio Padrão</b>	12,042829

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 25 Estatísticas Descritivas da exposição cambial positivas e negativas - taxa de câmbio efetiva nominal

	<b>Número</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Máximo</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Desvio Padrão</b>
<b>Empresas com exposição cambial positiva</b>	6	4,778377	4,73249	9,76596	1,02384	2,89725
<b>Empresas com exposição cambial negativa</b>	10	-9,19601	-2,89629	-1,97626	-33,2854	12,47821

Fonte: Elaboração própria

Tabela 26 Análise da significância da exposição cambial - taxa de câmbio efetiva nominal

	$\beta_{ei} > 0$	$\beta_{ei} < 0$	Não	Significativa		
			Significativa	<10%	< 5%	< 1%
			>10%	<10%	< 5%	< 1%
<b>Nº Empresas</b>	6	10	14	1	0	1
<b>Porcentagem</b>	37,5%	62,5%	87,50%	6,25%	0	6,25%

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 27 Exposição cambial média por grupo – taxa efetiva nominal

	Nº empresas	Coef. médio
<b>40% &lt;Vendas extracomunitárias/ Vendas Total &lt;60%</b>	5	-6,71384
<b>60% &lt; Vendas extracomunitárias/ Vendas Total &lt;80%</b>	3	-14,222
<b>80% &lt; Vendas extracomunitárias/ Vendas Total &lt;90%</b>	3	1,90467
<b>Vendas extracomunitárias/ Vendas Total &gt;90%</b>	5	1,446414

Fonte: Elaboração própria

Verifica-se, através da tabela 24, que existe um maior número de empresas com exposição cambial negativa (10 empresas) face ao número de empresas com exposição cambial positiva (6 empresas). Este é um resultado esperado, uma vez que as empresas em análise se encontram presentes no mercado externo através de atividades de exportação. De acordo com as hipóteses teóricas, a valorização da moeda doméstica leva à diminuição do valor destas empresas, e aumenta o valor das empresas envolvidas em atividades de importação, tal como observámos anteriormente.

Tal como, observado com as empresas importadoras em estudo, a regressão estimada deu origem a coeficientes de exposição cambial muito diversificados, oscilando entre um mínimo de -33,2854, um máximo de 9,76596 e uma média de -3,955615. Este resultado indica que, em média, um aumento de 1% no índice cambial (taxa cambial efetiva nominal) leva à diminuição do valor das empresas em estudo, ou seja, a valorização do euro tem um impacto negativo no valor de mercado das empresas exportadoras. As evidências empíricas deste estudo são consistentes com o trabalho de Borges (2014) e Correia (2009).

No que se refere à significância da exposição cambial, tabela 15, os resultados apontam uma percentagem muito reduzida de empresas com exposição cambial estatisticamente significativa. Deste modo, para um nível de significância de 10% apenas 12,5% da amostra apresenta exposição cambial estatisticamente significativa e apenas 6,25% apresenta exposição cambial estatisticamente significativa, para um nível de significância de 1%. Estes

resultados são consistentes com a literatura. Contudo, Correia (2009), no estudo realizado sobre as empresas do PSI geral, afirma não ter encontrado mais do que 10% da amostra com exposição cambial estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%, independentemente do índice cambial ponderado utilizado. Bartram e Karolyi (2006) identificaram 9% e 10% da amostra com exposição cambial significativa, respetivamente. Jorion (1990) não encontrou mais do que 5,2% da amostra de empresas multinacionais americanas com exposição cambial estatisticamente significativa a um nível de significância de 5%. Loudon (1993), com recurso a uma amostra de 141 empresas cotadas no ASX, também não identificou mais do que 6,4% de empresas australianas com exposição significativa face a volatilidade do mercado cambial. Borges (2014), para um nível de significância de 5%, encontrou apenas 9,1% da amostra com indicadores de exposição cambial estatisticamente significativa face ao Índice de taxa de câmbio efetivo e também a 1% de significância, pelo que conclui que o retorno das ações de aproximadamente 91% de empresas em estudo é insensível ao risco da volatilidade do mercado cambial, a 1% e 5% de significância. É de realçar que todos estes estudos se referem a grandes empresas cotadas e o presente trabalho se refere a pequenas empresas não cotadas.

Na tabela 27, as empresas exportadoras que constituem a amostra, apresentam atividades de exportação entre os 40% e os 60%; face ao seu volume de vendas total, apresentando um coeficiente de exposição cambial médio negativo de -6,71384. Nas atividades entre os 60% e os 80% um coeficiente de exposição cambial médio de -14,222. Nas atividades entre os 80% e os 90% e superior a 90% face ao volume de vendas total, apresentam um coeficiente de exposição cambial médio positivo de 5,71401 e 1,446414 respetivamente.

As tabelas abaixo apresentam os resultados encontrados para as exposições cambiais a taxas cambiais bilaterais do euro face às moedas dos principais mercados onde se encontram as empresas exportadoras portuguesas. Mais uma vez, optou-se por fazer esta estimação, dado que desconhecemos se as empresas concentram as suas vendas em determinados países, ficando, por esse motivo, mais expostas a câmbios bilaterais do que aqueles que conseguem ser captados por uma taxa de câmbio compósita.

Tabela 28 Estatística descritiva das exposições cambiais - taxas de câmbio EUR/USD, EUR/AOA e EUR/BRL

	Coefficiente Exposição Cambial - EUR/USD	Coefficiente Exposição Cambial - EUR/AOA	Coefficiente Exposição Cambial - EUR/BRL
<b>Número de Empresas</b>	16	16	16
<b>Média</b>	0,371656	-0,129078	-0,185052
<b>Mediana</b>	-0,355930	-0,059497	-0,021559
<b>Máximo</b>	7,05086	2,89198	2,08578
<b>Mínimo</b>	-1,37921	-2,89964	0,397956
<b>Desvio Padrão</b>	2,2238411	1,154836	1,029458
<b>Nº de empresas com <math>\beta_{ei} &gt; 0</math></b>	5	7	8
<b>Nº de empresas com <math>\beta_{ei} &lt; 0</math></b>	11	9	8
<b>% de empresas <math>\beta_{ei}</math> não significativo (&gt; 10%)</b>	87,50%	93,75%	93,75%
<b>% de empresas <math>\beta_{ei}</math> significativo (&lt; 10%)</b>	6,25%	6,25%	6,25%
<b>% de empresas <math>\beta_{ei}</math> significativo (&lt; 5%)</b>	6,25%	0	0
<b>% de empresas <math>\beta_{ei}</math> significativo (&lt; 1%)</b>	0	0	0

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 29 Estatísticas Descritivas da exposição cambial positivas e negativas - taxa de câmbio EUR/USD

	Número	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
<b>Empresas com exposição cambial positiva</b>	5	2,756489	1,75122	7,05086	0,444153	2,8082
<b>Empresas com exposição cambial negativa</b>	11	-0,71236	-0,67316	-0,07156	-1,37921	0,468116

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 30 Estatísticas Descritivas da exposição cambial positivas e negativas - taxa de câmbio EUR/AOA

	Número	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
<b>Empresas com exposição cambial positiva</b>	7	0,628355	0,225182	2,89198	0,156548	1,00419
<b>Empresas com exposição cambial negativa</b>	9	-0,71819	-0,40194	-0,05752	-2,89964	0,922962

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 31 Estatísticas Descritivas da exposição cambial positivas e negativas - taxa de câmbio EUR/BRL

	Número	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
<b>Empresas com exposição cambial positiva</b>	8	0,458571	0,3272085	2,08578	0,156548	1,00419
<b>Empresas com exposição cambial negativa</b>	8	-0,71819	-0,40194	-0,05752	-2,89964	0,922962

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 32 Exposição cambial média por grupo – taxa de câmbio EUR/USD

	Nº empresas	Coef. Médio
<b>40% &lt;Vendas extracomunitárias/ Vendas Total &lt;60%</b>	5	0,52025
<b>60%&lt; Vendas extracomunitárias/ Vendas Total &lt;80%</b>	3	-0,7366
<b>80%&lt; Vendas extracomunitárias/ Vendas Total &lt;90%</b>	3	-0,0812
<b>Vendas extracomunitárias/ Vendas Total &gt;90%</b>	5	1,15975

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 33 Exposição cambial média por grupo – taxa de câmbio EUR/AOA

	Nº empresas	Coef. médio
<b>40% &lt;Vendas extracomunitárias/ Vendas Total &lt;60%</b>	5	-0,1338
<b>60%&lt; Vendas extracomunitárias/ Vendas Total &lt;80%</b>	3	-1,0062
<b>80%&lt; Vendas extracomunitárias/ Vendas Total &lt;90%</b>	3	-0,0553
<b>Vendas extracomunitárias/ Vendas Total &gt;90%</b>	5	0,35767

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 34 Exposição cambial média por grupo – taxa de câmbio EUR/BRL

	Nº empresas	Coef. Médio
<b>40% &lt;Vendas extracomunitárias/ Vendas Total &lt;60%</b>	5	0,3216
<b>60%&lt; Vendas extracomunitárias/ Vendas Total &lt;80%</b>	3	0,07888
<b>80%&lt; Vendas extracomunitárias/ Vendas Total &lt;90%</b>	3	-0,3486
<b>Vendas extracomunitárias/ Vendas Total &gt;90%</b>	5	-0,7519

Fonte: Elaboração Própria

Através da tabela 28 são apresentados 16 coeficientes indicadores de sensibilidade da exposição cambial através da utilização de cotações bilaterais.

Constatamos, que através da utilização das cotações bilaterais os resultados apresentados diferem dos apresentados pela exposição cambial à taxa de câmbio efetiva nominal. Para um

nível de significância de 10% os resultados mostram que 12,5% da amostra tem exposição cambial estatisticamente significativa face ao dólar americano, 6,25 face ao kwanza angolano e 6,25% face ao real brasileiro. Para um nível de significância de 5% destaca-se apenas o dólar americano com 6,25% de empresas com exposição cambial estatisticamente significativa. Relativamente para o nível de significância de 1% não se observa qualquer empresa com exposição cambial estatisticamente significativa.

Os resultados apurados não se diferenciam muito dos resultados identificados nos estudos que abrangem as empresas portuguesas. Num estudo realizado sobre a exposição cambial das empresas europeias, com uma amostra de 817 multinacionais europeia por Muller & Verschoor (2006), relativamente às empresas portuguesas, estes afirmam ter identificado apenas 15% de empresas com exposição cambial estatisticamente significativa face ao dólar americano e 17,4% face à libra Inglesa. Num estudo realizado por Correia (2009), sobre as empresas não-financeiras portuguesas cotadas em bolsa (PSI geral), apresentou evidência empírica de 8.3% de empresas com exposição cambial significativa face ao dólar Americano e 25% face à libra esterlina, a um nível de significância de 10%.

As regressões estimadas permitiram obter coeficientes de exposição cambial muito diversificados, oscilando entre um mínimo e máximo -1,38 e 7,05 para o dólar, -2,90 e 2,89 para o kwanza e 0,397 e 2,09 para o real brasileiro.

Relativamente às tabelas 32, 22 e 23, percebe-se que grande parte das empresas que constituem a amostra apresentam atividades de exportação entre os 40% e os 60% e superior a 90% face ao seu volume de vendas total. Nas vendas inferiores a 60% constata-se coeficientes de exposição cambial médio das taxas de câmbio EUR/USD, EUR/AOA e EUR/BRL de 0,52025, -0,1338 e 0,3216 respetivamente e nas superiores a 90% coeficientes de exposição cambial de 1,15975, 0,35767, e -0,7519. Nas atividades exportadoras entre os superiores a 60% e inferiores a 80% apresentam coeficientes de exposição cambial bilaterais médios positivo para o real brasileiro com 0,0788 e coeficientes de exposição cambial bilateral médio negativos referente ao kwanza angolano.

## Capítulo IV – Conclusão

O presente trabalho de dissertação teve como objetivo determinar a exposição cambial das empresas não-financeiras da região de Leiria. Procedeu-se à análise da exposição cambial com a taxa de câmbio efetiva do euro e ainda face às taxas de câmbio bilaterais do euro com as moedas dos principais mercados em que as empresas nacionais operam. Uma vez que, os principais fornecedores, extracomunitários das empresas portuguesas se situam na China, EUA e Rússia, foram testadas as taxas de câmbio bilaterais do euro com o Yuan, o Dólar Americano e o Rublo Russo, e que os principais países destinatários das exportações portuguesas, extracomunitários, são os EUA, Angola e o Brasil, foram testadas as taxas de câmbio bilaterais do euro com o Dólar Americano, o Kwanza e o Real brasileiro.

No que se refere à significância da exposição cambial das empresas importadoras, os resultados apontam que 100% dos resultados obtidos não são estatisticamente significativos para a taxa de câmbio efetiva nominal. Através da utilização das taxas de câmbio bilaterais, no que se refere à significância da exposição cambial, os resultados agora apontam para 12,5% de significância estatística, para cada uma das taxas de câmbio bilaterais em análise. Estes resultados poderão significar que existe concentração das importações em determinados países. Assim, apesar da percentagem de coeficientes cambiais com significância estatística ser baixo, estes resultados estão em conformidade com os encontrados na literatura.

No que se refere à significância da exposição cambial das empresas exportadoras, os resultados apontam uma percentagem muito reduzida de empresas com exposição cambial estatisticamente significativa. Deste modo, para um nível de significância de 10% apenas 12,5% da amostra apresenta exposição cambial estatisticamente significativa e apenas 6,25% apresenta exposição cambial estatisticamente significativa, para um nível de significância de 1%. Constatamos, que através da utilização das cotações bilaterais, para um nível de significância de 10% os resultados mostram que 12,5% da amostra tem exposição cambial estatisticamente significativa face ao dólar americano, 6,25% face ao kwanza angolano e 6,25% face ao real brasileiro. Estes resultados são consistentes com a literatura.

De acordo com as hipóteses teóricas, a valorização da moeda doméstica leva à diminuição do valor das empresas exportadoras, e aumenta o valor das empresas envolvidas em atividades de importação. Não obstante, metade da amostra referente às empresas com atividades importadoras apresentam indicadores de exposição cambial negativa e a restante metade indicadores de exposição positiva face à taxa de câmbio efetiva nominal, estes resultados estão em conformidade com a literatura. Já no que respeita às empresas exportadoras verifica-se, que existe um maior número de empresas com exposição cambial negativa face ao número de empresas com exposição cambial positiva. Este é um resultado esperado, uma vez que as empresas em análise se encontram presentes no mercado externo através de atividades de exportação e está em conformidade com o encontrado na literatura.

Quando se analisa o sinal positivo/negativo dos coeficientes de exposição face à percentagem de compras/vendas no mercado extracomunitário, verifica-se que à medida que a percentagem de compras extracomunitárias no valor total das compras aumenta, o sinal obtido, em média, no coeficiente, vai ao encontro do sinal (positivo) esperado; já no que diz respeito ao aumento da percentagem de vendas extracomunitárias no valor total das vendas, o sinal obtido vai no sentido inverso do que seria expectável (negativo).

### **Limitações e investigação futura**

Este estudo foi realizado em contexto pandémico e devido à ausência de respostas por parte das empresas não nos foi possível verificar se as empresas fazem, ou não, gestão de risco cambial. Por serem sobretudo pequenas e médias empresas, seria interessante tirar conclusões a este respeito, nomeadamente, dado o contexto regional, no sentido de analisar a necessidade de promover informação/formação sobre este tipo de produtos/métodos de gestão do risco.

Poderá ser, ainda, uma mais-valia para a literatura existente e para os investidores, acionistas e gestores analisar o efeito dos derivados cambiais sobre o valor das empresas não financeiras e não cotadas, através de um inquérito em toda a região Leiria, de modo a ser possível obter uma maior taxa de respostas e a obter conclusões mais robustas.

## Referências Bibliográficas

Abor, J. (2005). *Managing Foreign Exchange Risk Among Ghanaian Firms*, ProQuest, ID 895972591.

Abreu, M., Afonso, A., Escária, V., & Ferreira, C. (2012). *Economia Monetária e Financeira*. 2ª edição. Lisboa: Escolar Editora.

Adler, M., & Dumas, B. (1984). Exposure to currency risk: Definition and Management. *Financial Management*, 13(2), 41-50.

Allayannis, G., & Ofek, E. (2001). Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. *Journal of International Money and Finance*, 20(2), 273-296.

Alves, M., Teixeira, N., & Rita, R. (2007). A gestão do risco cambial, as fontes de risco e as técnicas de pagamento: um estudo de caso, XXI Congresso Anual AEDEM, Universidade Rey Juan Carlos, Madrid.

Amihud, Y. (1994). Exchange rates and the valuation of equity shares. In *Exchange Rates and Corporate Performance*, Amihud, Y. and Levich, R.M. (Editors), Irwin, New York, NY, pp. 49-59.

Banco de Portugal (2007). *Modelo de Avaliação de Riscos*.

Bartram, S. M., & Bodnar, G. M. (2007). The Foreign Exchange Exposure Puzzle. *Managerial Finance*, Vol. 33, p. 642-666.

Bartram, S. M., & Karolyi, G. A. (2006). The impact of the introduction of the Euro on foreign exchange rate risk exposures. *Journal of Empirical Finance*, 13(4), 519-549.

Bernstein, P. (1997). *Desafio aos Deuses: a fascinante história do risco*. Rio de Janeiro: Campus.

Bhaskaran, P. B., & Priyan, P. K. 2015. Strategies of Indian Firms in Coping with Forex Risk Management: An Inquiry through Case-Research Method. *SDMIMD Journal of Management*, 6(1): 13–23.

Bodnar, G. M., Dumas, B., & Marston, R. C. (2002). Pass-through and Exposure. *The Journal of Finance*, 57(1), 199-231.

Bodnar, G. M., Consolandi, C., Gabbi, G., & Jaiswal-Dale, A. (2013). Risk Management for Italian Non-Financial Firms: Currency and Interest Rate Exposure. *European Financial Management*, 19(5), 887-910.

Bodnar, G.M., & Gentry, W.M. (1993). Exchange rate exposure and industry characteristics: evidence from Canada, Japan, and the USA. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 12, No. 1, pp. 29-45.

Borges, B. M. B. (2014). Exposição Cambial e o Efeito dos Instrumentos Financeiros de Gestão e Cobertura do Risco Cambial: Evidência empírica das empresas do PSI 20. - (Dissertação de Mestrado). Universidade de Évora, Escolha de Ciências Sociais, Évora, Portugal.

Borino, F., Ribeiro, F., Coelho, F., & Proença, E. (2006). O prisma da internacionalização: um estudo de caso. *Revista de Administração FACES Journal*, 5 (3), 42-55.

Braz, A., Martins, E., Oliveira, L., & Venes, N. (2000). Os Instrumentos Derivados - Simulação de um Mercado de Futuros de Produtos Agrícolas para Portugal, Lisboa: Universidade Técnica de Lisboa, 5.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). *Princípios de Finanças Empresariais*. 8ª edição. Amadora: Editora McGraw-Hill.

Caiado, A. C., & Caiado, J. (2008). *Gestão de Instituições Financeiras*. 2ª ed. Lisboa: Edições Sílabo, 255-299.

Cavazos, R. (2004). *Foreign Exchange Risk, Management in Microfinance, Financial Products and Services*, Occasional Paper, New York: Women's World Banking.

Chernobai, A. S., Rachev, S. T., & Fabozzi, F. J. (2008). *Operational risk: a guide to Basel II capital requirements, models, and analysis* (Vol. 180). John Wiley & Sons.

Collins, J. (2001). *De bom a excelente* (4.a Edição.). Casa das Letras.

Correia, M. F. (2009). *Exposição Cambial e Impacto da Utilização de Derivados Cambiais: Evidência do Caso Português*.

Cruz, B. da C. (2014). *Cobertura de risco ou especulação? Evidência da utilização de derivativos pelas empresas portuguesas durante a recente crise financeira*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa.

Dhanani, A. (2004). *The Management of Foreign Exchange-Rate Risk: A Case from the Manufacturing Industry*, ProQuest, ID 613489871.

Daniels, J., & Radebaugh, L. (1986). *International business enterprises; International economic relations; Investments, Foreign*. 4th edition, London: Addison-Wesley.

Davies, D., Eckberg, C., & Marshall, A. (2006). The determinants of Norwegian exporters' foreign exchange risk management. *The European Journal of Finance*, 12(3), 217-240.

Demarzo, P. M., & Duffie, D. (1995). Corporate Incentives for Hedging and Hedge Accounting. *The Review of Financial Studies* 8 (Fall), 743-771.

Döhring, B. (2008). Hedging and invoicing strategies to reduce exchange rate exposure: a euroarea perspective. *Economic papers*, (299), 1-19.

Dominguez, K. M., & Tesar, L. L. (2006). Exchange rate exposure. *Journal of International Economics* , Vol. 68(1), p. 188-218.

Ferreira, D. (2006). *Opções financeiras avançadas - gestão dos riscos cambiais e de taxas de juro, VAR – valor em risco, opções exóticas e produtos híbridos, estratégias complexas*. 1ª Edição. Lisboa: Edições Sílabo, Lda. ISBN 972- 618-413-4.

Figueiredo, S., & Gaggiano, P. (1997). *Controladoria: teoria e prática*. São Paulo: Atlas.

Goldberg, S., & Drogdt, E. (2008). Managing foreign exchange risk. *The Journal of Accounting & Finance*, 49-57.

Gonçalves, M. (2013). *Contabilidade de Instrumentos Financeiros Derivados: Estudo empírico dos determinantes do nível de divulgação na Euronex Lisbon para o ano 2010-* (Dissertação de Mestrado). ISCTE Business School Instituto Universitário de Lisboa, Lisboa Portugal.

Grupo de Lisboa (1994). *Limites à Competição*, Publicações Europa-América, Lisboa.

Instituto Nacional de Estatística (2018). *Estatísticas do Comércio Internacional*. Disponível em: [https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_publicacoes&PUBLICACOESpub\\_boui=358630119&PUBLICACOESmodo=2](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes&PUBLICACOESpub_boui=358630119&PUBLICACOESmodo=2)

Ito, T., Koibuchi, S., Sato, K., & Shimizu, J. (2016). Exchange rate exposure and risk management: The case of Japanese exporting firms. *Journal of the Japanese and International Economies*, 41, 17-29.

Jorge, M. J. S., & Augusto, A. M.G. (2011). Financial risk exposures and risk management: evidence from European nonfinancial firms. *Ram, Rev. Adm. Mackenzie*, V. 12, N. 5.

Jorion, P. (1990). The exchange rate exposure of U.S multinationals. *Journal of Business*, Vol. 63, p. 331-345.

Jorion, P. (2007). *Value at risk - the new benchmark for managing financial risk* (3rd ed.). New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.

Kaplan, R. S., & Mikes, A. (2012). Managing risks: A new framework. *Harvard Business Review*, 90(6), 48–60.

Kiyamaz, H. (2003). Estimation of foreign exchange exposure: an emerging market application. *Journal of Multinational Financial Management*, 13(1), 71-84.

Knigh, F. (1921). *Risk, uncertainty, and profit*. Washington DC: BeardBooks.

Lhabitant, F. S., & Tinguely, O. (2001). Financial Risk Management: An Introduction. *Thunderbird International Business Review*, 43(3), 343–363.

Lima, A. F., & Santos, A. A. P. D. (2012). O uso de derivativos cambiais na proteção contra exposição ao risco da taxa de câmbio. *Revista de Economia Mackenzie*, 10(1).

Loudon, G. (1993). The foreign exchange operating exposure of Australian stocks. *Accounting and Finance*, Vol. 33(1), p. 19-32.

Mamplata, J., Lo, R. A., & Reyes, M. (2014). Hedging against foreign exchange risk of pesodollar rates using futures. *Applied Mathematical Sciences*, 8(110), 5469-5476.

Marshall, A. P. (2000). Foreign exchange risk management in UK, USA and Asia Pacific multinational companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 10(2): 185– 211.

Matos, J. (1992). *Finanças Internacionais*, Editorial Presença, Lisboa, 44.

Mendonça, A., Faustino, H. C., Branco, M. & Filipe, J. P. *Economia Financeira Internacional*. Lisboa: McGraw-Hill, 1998. ISBN 972-773-005-1.

Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48 (3), 261-297.

Motta, F. (1998), *Teoria Geral da Administração*. São Paulo: Pioneira

Nance, D., C. Smith, & C. Smithson. (1993). On the Determinants of Corporate Hedging. *Journal of Finance* 48 (March), 267-284. Neves, J. (2000). *Análise Financeira - Técnicas Fundamentais*. Lisboa: Texto Editora.

Neves, J. C. (2007). *Análise financeira - técnicas fundamentais (1a Edição)*. Lisboa: Texto Editores, Lda.

Nguyen, H., & Faff, R. (2003). Can the use of foreign currency derivatives explain variations in foreign exchange exposure? Evidence from Australian companies. *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 13(3), p. 193-215.

Olhin, B. (1931). *The course and phases of the world economic depression*. Geneva: League of Nations.

Olsson, C. (2002). *Risk management in emerging markets: how to survive and prosper*. Financial Times and Prentice Hall, London. London: Pearson Education Limited.

Pandey, D. (2014). Currency risk management through currency derivatives. *Journal of management Research*, 2(1).

Papaioannou, M. G. (2006). *Exchange rate risk measurement and management: Issues and approaches for firms*.

Porfírio, J. (2001). *Finanças Internacionais*. Lisboa: Universidade Aberta.

Porter, M. (1991). *Estratégia Competitiva*. Rio Janeiro: Campus.

Porthin, M. (2004). *Advanced Case Studies in Risk Management*. Department of Engineering Physics and Mathematics, Helsinki University of Technology, August 2nd. Dissertação de Mestrado.

Rafael, B. (2011). *A gestão do risco cambial - um estudo de caso*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças, Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal.

Rahnema, A. 1990. *An Overview of Exchange and Interest Rate Risk Management: How to Make Risk Management Strategy a Competitive Weapon*, vol. 3. no. 178, Barcelona.

Roggi, O., Damodaran, A., & Garvey, M. (2012). *Risk Taking: A Corporate Governance Perspective*. Available at SSRN 2556159.

Roque, M. da C. G. S. (2015). *Utilização de produtos derivados para cobertura do risco: o caso das maiores empresas portuguesas*.

Ross, S., Westerfield, R., & Jafrfe, J. (1995). *Administração financeira*. São Paulo: Editora Atlas.

Sá Silva, E., Queirós, M., Mota, M., & Pereira, A. (2013). *Finanças e Gestão de Riscos Internacionais*. Porto: *Vida Económica*, 75-82.

Santos, R. F. A. D. (2015). *Forwards e swaps cambiais, projeto no setor da construção* (Doctoral dissertation, Instituto Superior de Economia e Gestão).

Seabra, J. M. Z. (2013). *A Gestão do Risco Financeiro – Relatório de Estágio*. Mestrado em Gestão, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

SILVA, E. Sá, MOTA, C., QUEIRÓS, M., & PEREIRA, A. (2013) – *Finanças e Gestão de Riscos Internacionais*. Porto: *Vida Económica*, 2013. ISBN 978-972-788-730-9.

Smith, C., & R. Stulz. (1985). *The Determinants of Firms' Hedging Policies*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20 (December), 391-405.

Stulz, R. M. (1984). *Optimal Hedging Policies*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19 (June), 127-140.

Stulz, R. M. (1996). Rethinking risk management. Working Paper 96-17, Ohio State University.

Stulz, R.M. (2003). Risk management & derivatives. Ohio: Thomson Learning.

SUOMINEN, A. (2015). Riskienhallinta. Finland: WSOY. pp. 12-13.

Valente, R. M. A. C. (2000). O porquê da cobertura de risco. Cadernos do mercado de valores imobiliários, Vol.8, nº1.

Werner, S., Brouthers, L. E., & Brouthers, K. D. (1996). International Risk and Perceived Environmental Uncertainty: The Dimensionality and Internal Consistency of Miller's Measure. *Journal of International Business Studies*, 27(3): 571–587.

Zhou, V. Y., & Wang, P. (2013). Managing foreign exchange risk with derivatives in UK.