



Instituto Superior  
de Contabilidade  
e Administração

Politécnico de Coimbra



ISCAC | 2021 Ana Sofia Sanches Cultura e Religião: o que determina a *performance* empresarial em diferentes ambientes macroeconómicos?



Instituto Superior  
de Contabilidade  
e Administração

Politécnico de Coimbra

Ana Sofia Batista Sanches

**Cultura e Religião: o que determina a *performance* empresarial em diferentes ambientes macroeconómicos?**

Coimbra, outubro de 2021





**Instituto Superior  
de Contabilidade  
e Administração**

Politécnico de Coimbra

Ana Sofia Batista Sanches

**Cultura e Religião: o que determina a performance  
empresarial em diferentes ambientes  
macroeconómicos?**

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de **Mestre em Análise Financeira**, realizada sob a orientação da Professora Maria Elisabete Neves.

Coimbra, outubro de 2021

## **TERMO DE RESPONSABILIDADE**

Declaro ser a autora desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido a outra Instituição de ensino superior para obtenção de um grau acadêmico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas e que tenho consciência de que o plágio constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

## DEDICATÓRIA

À minha mãe. Pela sua enorme coragem e por sempre acreditar em mim.

Ao meu Pai. Pela sua incrível inspiração.

À memória do meu avô Juvenal Sanches. Pelo seu espírito de justiça e bondade.

## **AGRADECIMENTOS**

A realização da presente dissertação só foi possível com o apoio e compreensão de várias pessoas.

Primeiramente, agradecer à minha orientadora, Professora Doutora Maria Elisabete Neves por toda a paciência, compreensão e acompanhamento com que sempre me orientou.

Um agradecimento enorme aos meus pais que sempre acreditaram em mim, pelo apoio incondicional e incentivo.

Ao Fábio por todo o apoio, compreensão, carinho e por estar sempre ao meu lado, nos bons e maus momentos.

## RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar os fatores que determinam a *performance* empresarial, medida através de dois indicadores intrínsecos à gestão e de dois indicadores de mercado, em diferentes ambientes macroeconómicos, considerando variáveis específicas das empresas, assim como a cultura, o índice de corrupção, o PIB e a religião. Foram utilizados dados de 502 empresas pertencentes a cinco países, os denominados “GIPSI”, Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha para um período de 10 anos, de 2011 a 2020. A metodologia utilizada para testar as hipóteses formuladas foi o modelo de dados em painel, mais concretamente, o *Generalized Method of Moments*, *GMM-System*, proposto por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998). Os resultados obtidos pela estimação dos modelos base revelaram que o sinal e significância das variáveis podem variar consoante a medida de *performance* utilizada e que a ROA é uma variável interna, mas de reconhecimento global, interessando a um conjunto de *stakeholders* muito mais alargado do que a Margem do EBITDA que interessa fundamentalmente a quem gere os recursos internamente (Neves, Batista, Dias & Lisboa, 2021). Também nas variáveis de mercado, os resultados mostram diferenças assinaláveis no sinal e significância dos determinantes da *performance*, sugerindo que a variável “return” pode ser entendida como a variável que mais interessa a potenciais investidores. Adicionalmente, quando se introduz a religião e os fatores culturais ao modelo base, os resultados mostram que esta variável só é importante na perspetiva da sociedade civil, atenta à gestão, enquanto os fatores culturais enfatizam o excesso de confiança do gestor que para se destacar individualmente, gere o recurso de forma a obter melhores níveis de *performance*. Nem religião e nem os fatores culturais são determinantes da *performance* quando se utilizam variáveis de mercado na sua medição, sugerindo que independentemente de se tratar de sociedade civil ou potenciais investidores, estes fatores não podem ser atendidos como determinantes da *performance*.

Finalmente, quando se considera o efeito moderador das características culturais no endividamento, os resultados mostram que tanto para o gestor como para o investidor, estas novas variáveis não influenciam a *performance*. Apenas se destaca um resultado inesperado já que o *leverage* com interação com o índice de distância ao poder,

apresenta um sinal positivo com a ROA, sugerindo que quanto maior a possibilidade de práticas de gestão questionáveis maior liberdade do gestor para obter benefícios da dívida e a percepção do público, em geral, é de que as medidas de gestão interna são deliberadas em função de maior desempenho.

Palavras-chave: *Performance* empresarial, Dimensões Culturais de Hofstede, Religião, GIPSI, GMM-System.

## **ABSTRACT**

This work aims to analyze the factors that determine corporate performance, measured through two indicators intrinsic to management and two market indicators, in different macroeconomic environments, considering specific variables of the companies, as well as cultural Hofstede dimensions, the corruption index, GDP and religion. Data from 502 companies belonging to five countries, the so-called “GIPSI”, Portugal, Italy, Ireland, Greece and Spain were used for a period of 10 years, from 2011 to 2020. We have used panel data methodology to test the formulated hypotheses, more specifically, the GMM-System proposed by Arellano and Bover (1995) and Blundell and Bond (1998).

The results obtained by estimating our basic model revealed that the sign and significance of the variables may vary depending on the performance measure used. ROA is an internal variable, but with global recognition, it interests a much broader set of stakeholders than the EBITDA Margin, which fundamentally interests those who manage the resources internally (Neves, Batista, Dias & Lisboa, 2021). Also, in the market variables, the results show remarkable differences in the sign and significance of corporate performance determinants, suggesting that the “return” variable can be understood as the variable that most interests’ potential investors. Additionally, when religion and cultural factors are introduced to the basic model, the results show that this variable is only important from the perspective of civil society, focused to management, while cultural factors emphasize the manager's overconfidence to stand out individually, manages the resource in order to obtain better performance levels. Neither religion nor cultural factors are determinants of performance when market variables are used, suggesting that regardless of whether it is civil society or potential investors, these factors cannot be seen as determinants of corporate performance. Finally, when considering the moderating effect of cultural characteristics on indebtedness, the results show that for both the manager and the investor, these new variables do not influence performance. Only one unexpected result stands out, since leverage with interaction with the power distance index presents a positive sign with ROA, suggesting that the greater the possibility of questionable management practices, the greater the manager's freedom to obtain debt benefits and The public's perception,

in general, is that the internal management measures are deliberate in function of higher performance.

Keywords: Corporate performance, cultural Hofstede dimensions, religion, GIPSI, GMM-System.

# ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO .....	1
1. REVISÃO DE LITERATURA .....	4
1.1. <i>Performance</i> empresarial.....	4
1.2. Características específicas das empresas.....	6
1.2.1. Endividamento .....	6
1.2.2. Dimensão da Empresa.....	7
1.3. Características macroeconómicas .....	9
1.3.1. Produto Interno Bruto (PIB).....	9
1.3.2. Índice de Percepção da Corrupção (CPI) .....	10
1.4. Religião.....	12
1.5. Dimensões Culturais de Hofstede .....	13
1.5.1. Individualismo vs Coletivismo (IDV).....	15
1.5.2. Índice de Distância ao poder (PDI).....	17
2. DADOS, VARIÁVEIS E METODOLOGIA .....	19
2.1. Dados.....	19
2.2. Variáveis.....	20
2.2.1. Variáveis dependentes.....	20
Variáveis dependentes .....	21
2.3. Metodologia .....	23
3. RESULTADOS .....	27
3.1. Estatísticas Descritivas .....	27
3.2. Resultados da Estimação dos modelos.....	28
2 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	45
ANEXOS .....	1

ANEXO 1.....	2
ANEXO 1- Principal Component Analysis .....	3

## ÍNDICE DE TABELAS E FIGURAS

<b>Tabela 1:</b> Descrição das variáveis dependentes.....	21
<b>Tabela 2:</b> Descrição das variáveis independentes.....	22
<b>Tabela 3:</b> Estatísticas Descritivas.....	27
<b>Tabela 4:</b> Resultados de Estimação do Modelo Base, com as variáveis dependentes ROA e margem do EBITDA.....	29
<b>Tabela 5:</b> Resultados de Estimação do Modelo Base, com as variáveis dependentes Tobin's Q e Retorno das ações.....	30
<b>Tabela 6:</b> Resultados de Estimação do Modelo com as variáveis culturais e Religião, com as variáveis dependentes ROA e margem do EBITDA.....	33
<b>Tabela 7:</b> Resultados de Estimação do Modelo com as variáveis culturais e Religião, com as variáveis dependentes Tobin's Q e Retorno das ações.....	34
<b>Tabela 8:</b> Resultados de Estimação do Modelo com a interação das variáveis culturais com a <i>Leverage</i> , com as variáveis dependentes ROA e margem do EBITDA.....	37
<b>Tabela 9:</b> Resultados de Estimação do Modelo com a interação das variáveis culturais com a <i>Leverage</i> , com as variáveis dependentes Tobin's Q e Retorno das ações.....	38

## Lista de abreviaturas, acrónimos e siglas

CPI	Índice de Perceção da Corrupção
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
GMM	<i>Generalized Method of Moments</i>
IBM	<i>International Business Machines Corporation</i>
IDV	Individualismo vs Coletivismo
IVR	Indulgência versus Restrição
LTO	Orientação de Longo Prazo
MAS	Masculinidade vs feminilidade
MgEBITDA	Margem de Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização
PCA	<i>Principal Component Analysis</i>
PDI	Índice de Distância ao Poder
PIB	Produto Interno Bruto
RETURN	Retorno das Ações
ROA	Retorno sobre Ativos
UAV	Aversão à incerteza



## **INTRODUÇÃO**

A *performance* ou desempenho empresarial tem sido um tema bastante debatido na literatura financeira, mas continua um assunto aberto dada a controvérsia nos seus determinantes (Neves, Henrique & Vilas, 2019; Vieira, Neves & Dias, 2019; Musallam, 2020; Neves, Batista, Dias & Lisboa, 2021, entre muitos outros). As empresas são compensadas por criar valor e nessa medida a *performance* pode ser influenciada por diversos fatores, tanto por características específicas das empresas, características macroeconómicas, religião, dimensões culturais, entre outros.

Na verdade, enquanto as características intrínsecas à gestão, de *corporate governance* assim como as variáveis macroeconómicas têm sido amplamente discutidas (Vieira *et al.*, 2019; Shahbaz, Karaman, Kilic, & Uyar, 2020 ou Neves *et al.*, 2021a, entre outros), as variáveis relativas à corrupção dos países, religião e fatores culturais, são ainda uma inovação, nomeadamente quando se consideram em simultâneo com as características tradicionais, específicas das empresas.

Relativamente às dimensões culturais de Geert Hofstede, este publicou em 1980 a primeira edição sobre a cultura nacional, onde desenvolveu uma terminologia para descrever a cultura. Primeiramente, iniciou com apenas quatro dimensões culturais, em 1987, Michael Bond utilizou as dimensões de Hofstede adicionando a dimensão, orientação de longo / curto prazo. Posteriormente, em 1991, Geert incluiu essa mesma variável no seu próprio estudo considerando a com a sua quinta dimensão cultural. Em 2010, Hofstede, Hofstede e Minkov completaram o estudo com uma sexta e última dimensão, intitulada indulgência vs Restrição.

Para além da diversidade de fatores que se podem considerar na avaliação do desempenho empresarial, o que é certo é que também não há consenso relativamente a quais serão as melhores medidas para avaliar esse desempenho. Alguns autores consideram que as variáveis contabilísticas, internas à organização são mais adequadas para explicar a *performance* (Fredrickson & Mitchell, 1984; Pearce, Freeman & Robinson 1987, ou Neves *et al.*, 2021a) enquanto outros consideram mais apropriadas as variáveis de mercado (Sandoval, 2001 ou Vieira *et al.*, 2019). É um facto que as variáveis, sendo elas contabilísticas ou de mercado, têm vantagens e desvantagens, as variáveis internas à organização têm maior facilidade de cálculo, são facilmente

---

*Cultura e Religião: O que determina a performance empresarial em diferentes ambientes macroeconómicos?*

---

manipuladas/manuseadas pelo gestor, enquanto as variáveis de mercado são mais consistentes. Assim, e dada a diversidade e medidas, nesta dissertação o desempenho será avaliado por duas variáveis contabilísticas, a ROA e a margem do EBITDA, e duas variáveis de mercado, o Tobin's Q e o Retorno das ações.

O principal objetivo desta dissertação é, assim, perceber de que forma as variáveis específicas das empresas, macroeconómicas, religião e cultura influenciam a *performance* empresarial na última década do século XXI, através de uma sustentada revisão de literatura. Paralelamente pretende-se compreender qual a perceção dos diferentes stakeholders no desempenho empresarial.

A amostra é composta por 502 empresas, pertencentes aos denominados “GIPSI”, Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha que durante a crise europeia (crise soberana) apresentaram uma fraca economia e uma elevada instabilidade financeira. O período temporal analisado corresponde à última década do século XXI, respetivamente de 2011 a 2020. A metodologia utilizada foi a de dados em painel, com o objetivo de resolver a heterogeneidade inobservável e a endogeneidade e o método de estimação utilizado foi o *Generalized Method of Moments system (GMM system)*. Os principais resultados enfatizam que o sinal e significância das variáveis difere consoante a medida de *performance* utilizada corroborando os resultados de Vieira *et al.*, (2019) ou Neves *et al.*, (2021). Os fatores culturais não influenciam a *performance* na perspetiva dos *stakeholders* externos à organização, quando se usam variáveis de mercado e a religião só afeta a variável ROA sugerindo que em sociedades católicas, o gestor toma decisões com o intuito e melhorar o desempenho. Quando se considera o efeito moderador das características culturais no endividamento, os resultados mostram que apenas é surpreendente a interação entre o endividamento e o índice de distância ao poder já que o sinal positivo com a ROA sugere que quando o gestor tem a possibilidade de usar práticas de gestão questionáveis, também pode ter mais poder e autoridade para obter benefícios resultantes do endividamento e a perceção do público em geral, é de que essas medidas de gestão interna são deliberadas em função de maior desempenho.

A presente dissertação está estruturada em três secções principais. Inicia com uma breve introdução ao presente trabalho. A primeira secção apresenta uma revisão de literatura, e as respetivas hipóteses onde as variáveis específicas da empresa,

---

*Cultura e Religião: O que determina a performance empresarial em diferentes ambientes macroeconómicos?*

---

macroeconómicas, religião e das dimensões culturais são relacionadas com a *performance* empresarial. Na segunda secção, apresentam-se os dados, a amostra, as variáveis e a metodologia associados ao estudo. A secção 3 apresenta os resultados da estimação dos modelos, e a respetiva discussão. Por último, apresenta-se a conclusão, complementada por algumas limitações, e sugestões para possíveis investigações futuras.

## **1. REVISÃO DE LITERATURA**

Na presente secção apresenta-se a revisão de literatura e os contributos da mesma, para uma melhor interpretação da importância das variáveis específicas da empresa, macroeconómicas, religião e das dimensões culturais na *performance* empresarial.

### **1.1. Performance empresarial**

Com o decorrer dos anos, devido às várias investigações, muitas opiniões, definições e conclusões foram formadas acerca da importância de avaliar a *performance* empresarial. Este termo não tem uma definição fixa e clara, pois inúmeros autores definiram “*performance*” de diversas formas, utilizando regularmente, esta, como uma variável dependente.

Outrora, a *performance* empresarial era definida pelo desempenho dos funcionários, pois era essencial que os funcionários tivessem bons conhecimentos e estivessem a par de novas mudanças do mercado para que o desempenho fosse aumentando (Adam, 1994). Para Harrison e Freeman (1999) a *performance* é tanto melhor quanto maior for a satisfação dos *Stakeholders*, pois estão positivamente correlacionados.

Recentemente, a definição de *performance* empresarial é representada por um subconjunto da eficácia de cada empresa, calculada pela rentabilidade e pelo crescimento da organização (Santos & Brito, 2012).

A *performance* empresarial pode ser influenciada por diversos fatores, tanto pelas características específicas das empresas, como pelas características macroeconómicas, pela religião e, também, pelas dimensões culturais de Geert Hofstede (Halkos & Tzeremes, 2008; Margaritis & Psillaki, 2010; Frijns, Dodd & Cimerova, 2016; Wahjudi, Singgih, Suwignjo & Baihaqi, 2016; Issah & Antwi, 2017; Vieira *et al.*, 2019; Lu & Wu, 2020; entre outros autores). O desempenho empresarial tem interesse para os gestores porque estão focados na obtenção de maiores resultados; para os acionistas, uma vez que, as empresas têm como objetivo tradicional satisfazer a riqueza dos acionistas; para os funcionários, pois quanto melhor o desempenho de uma empresa maior a estabilidade e benefícios sociais; para os investidores porque é uma forma mais rápida e eficaz para selecionar as melhores empresas para investir; para outras empresas, para que estas consigam compreender qual a sua posição

relativamente a concorrentes mais diretas e ao seu comprometimento com a sociedade; e até mesmo para o Estado, visto que, os impostos pagos pelas empresas são uma das maiores fontes de rendimento do Estado. Para além de todos estes interessados, a sociedade civil, também tem interesse no desempenho empresarial porque é através deste que se percebe o nível de crescimento/desenvolvimento de um país e por conseguinte da qualidade de vida dos indivíduos, em geral.

Contudo, apesar da diversidade de investigações académicas e científicas não existe unanimidade em relação às variáveis que melhor explicam a *performance* empresarial. Os indicadores podem resultar de dados contabilísticos ou de dados de mercado. A variável contabilística mais utilizada para avaliar o desempenho é a rendibilidade do ativo, comumente designada por ROA (*return on assets*) e que permite perceber a eficácia com que os investimentos e os ativos da empresa estão a ser geridos (Azeez, 2015 e Vieira *et al.*, 2019 ou Neves *et al.*, 2021a). Outro indicador bastante utilizado e, talvez, o mais antigo é o Tobin's Q, um rácio de mercado. Esta variável consegue avaliar se as ações das empresas estão subvalorizadas ou sobrevalorizadas pelo mercado (Bhagat & Bolton, 2008; Frijns *et al.*, 2016 e Vieira *et al.*, 2019). Também, o Retorno das ações é utilizado como uma medida que resulta de dados de mercado (Vieira *et al.*, 2019). Este é um indicador cada vez mais utilizado para chamar à atenção dos pequenos e grandes investidores (Klassen & McLaughlin, 1996; Bhagat *et al.*, 2008 e Vieira *et al.*, 2019). Por fim, também, a margem de EBITDA é uma variável utilizada por vários autores para avaliarem a *performance* empresarial (Neves *et al.*, 2021a). É um indicador puramente operacional e permite medir a rendibilidade operacional antes de depreciações, amortizações e provisões de uma empresa num determinado período (Baier, Hartmann & Moser, 2008 e Kang, Anderson, Eom & Kang, 2017).

Desta forma, irão ser consideradas duas variáveis contabilísticas, de gestão interna, e duas variáveis de mercado, não manipuláveis pela gestão.

Para finalizar, as variáveis independentes que serão consideradas para explicar o desempenho empresarial, são variáveis específicas às empresas; macroeconómicas, culturais e religiosas, abrangendo um leque diversificado de fatores que acompanham a literatura.

## **1.2. Características específicas das empresas**

### **1.2.1. Endividamento**

O endividamento é um dos determinantes, tradicionalmente mais usado, para avaliar o desempenho empresarial. Existe uma grande divergência, entre estudos empíricos, relativamente ao impacto do endividamento na *performance* empresarial. Esta divergência pode ser explicada pelas várias teorias concorrentes e pelos diferentes ambientes macroeconômicos. Modigliani e Miller (M&M) em 1963, num trabalho clássico, “*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*”, concluíram que a estrutura de capital tem influência sobre o valor das empresas e que o uso de endividamento aumenta o valor da empresa através dos benefícios fiscais adicionais. Posteriormente, surgiram várias teorias acerca desta temática, nomeadamente a Teoria *Trade-off*, Teoria *Pecking-Order*, Teoria dos custos de Agência, Teoria *Market Timing*<sup>1</sup>. Estas teorias preveem uma relação entre o endividamento e a *performance* empresarial, negativa para a Teoria *Pecking-Order* e positiva para a Teoria *Trade-off* e a Teoria dos custos de Agência.

Os estudos de Hadlock e James (2002) e de Margaritis *et al.* (2010), examinam o efeito do endividamento na *performance* empresarial e mostram resultados semelhantes. Hadlock *et al.*, (2002) ao investigarem as opções de financiamento de 500 empresas não financeiras, num período de 1980 – 1993, concluíram que as empresas que recorrem à dívida têm, menores custos de agência e menor volatilidade no Retorno de ações, o que vai ao encontro da existência da economia de escala na emissão da dívida. Margaritis *et al.* (2010) averiguaram a relação existente entre a estrutura de capital, estrutura de propriedade e *performance* empresarial das empresas francesas, num período de 2002–2005, concluíram que um aumento do endividamento reduz os custos de agência e a ineficiência de gestão o que implica um aumento da *performance* empresarial.

Ibhagui e Olokoyo (2018) examinam a relação entre o endividamento e a *performance*, através da dimensão de 101 empresas da Nigéria, entre 2003 – 2007. Os autores revelam, que o endividamento tem um efeito positivo no Tobin’s Q, mas mais forte

---

<sup>1</sup> A Teoria *Market Timing* não tem enquadramento teórico neste trabalho.

para pequenas empresas. Ramli, Latan e Solovida (2019) estudaram o impacto dos determinantes da estrutura de capital na *performance* financeira das empresas da Malásia e da Indonésia, entre 1990 e 2010 e mostraram que o endividamento está positivamente correlacionado com a *performance*. Os autores, argumentam que esta relação positiva está fundamentalmente relacionada aos benefícios fiscais do endividamento.

Por outro lado, Goddard, Tavakoli e Wilson (2005); Serrasqueiro e Nunes (2008), e mais recentemente, Leon (2013); Pais e Gama (2015) e Ibhagui *et al.*, (2018), demonstraram que existe uma relação negativa entre o endividamento e a *performance* empresarial.

Goddard *et al.*, (2005), encontraram um efeito negativo entre o endividamento e a *performance* empresarial, explicando que as empresas mais endividadas são menos rentáveis porque, devido ao pagamento de juros e amortização de capital estas empresas podem perder oportunidades de investimento que potencialmente trariam benefícios económicos e financeiros para a empresa. Serrasqueiro *et al.*, (2008) também encontraram um efeito negativo entre o endividamento e o desempenho, justificado, também, pelo facto de o pagamento associado às dívidas diminuir os resultados o que leva a que os credores atribuam condições mais restritas à concessão do crédito.

Leon (2013) mostra que o endividamento tem um efeito negativo na ROE para 30 empresas do Sri Lanka. Pais *et al.*, (2015) estudaram pequenas e médias empresas em Portugal e mostraram uma relação negativa e significativa entre o endividamento e o desempenho. Por fim, Ibhagui *et al.*, (2018) estudaram 101 empresas nigerianas e concluíram que existe um efeito negativo entre o endividamento e o desempenho empresarial, calculado pelo ROA, para pequenas empresas.

Em conformidade com a literatura apresentada, formula-se a primeira hipótese, sem sinal definido, dada a natureza não consensual dos sinais verificados entre as variáveis:

*H1: O endividamento influencia a performance empresarial.*

### **1.2.2. Dimensão da Empresa**

É vasta a literatura que relaciona a dimensão da empresa à *performance* empresarial e, também, são bastante díspares os resultados desta relação.

Lee (2009) examinou a dimensão da empresa, de mais de 7 000 empresas dos Estados Unidos da América, num período correspondente a 1987-2006. Este autor defende que a dimensão da empresa, reflete o poder do mercado, isto porque as economias de escala fazem com que as grandes empresas sejam ainda mais rentáveis, conduzindo a aumentos de eficiência e maior participação no mercado. Yang e Chen (2009) concluíram que a dimensão da empresa tem um impacto positivo e significativo no seu desempenho, considerando ROA e ROE como variáveis dependentes. Justificado pelo facto de que quanto maior a dimensão da empresa, maior flexibilidade, maior intensidade de exportação, e, por conseguinte, maior será o desempenho.

De igual modo, Olokoyo (2013) estuda a relação entre a dimensão das empresas e o ROA e Tobin's Q nas empresas da Nigéria, entre 2003 e 2007. O autor mostrou de igual forma, uma relação positiva e estatisticamente significativa. O argumento principal é que uma maior dimensão da empresa poderá significar maiores oportunidade de crescimento pelo recurso a economias de escala. Também Pantea, Gligor e Anis (2014), usando os mesmos argumentos, encontram uma relação positiva e significativa entre a dimensão da empresa e o desempenho, considerando ROA e ROE como variáveis dependentes.

Zeitun e Saleh (2015) encontraram o mesmo resultado, utilizando ROA e Tobin's Q como variáveis de desempenho. De acordo com os autores, as empresas com maior dimensão têm maior capacidade de diversificar os seus investimentos, maior facilidade no acesso ao mercado de capitais, o que implicam numa redução de custos de financiamento e num aumento dos lucros da empresa. Chan, Ngai e Moon (2017) também, mostraram conclusões semelhantes para empresas da indústria de moda.

Por outro lado, Goddard *et al.*, (2005) argumentam que as empresas de maior dimensão estão sujeitas a níveis mais elevados de diversificação de produtos e processos e que existe uma menor possibilidade de os proprietários das empresas controlarem as atividades dos gestores que podem utilizar os recursos da empresa em seu próprio benefício, comprometendo o desempenho da empresa. Consequentemente, o aumento da dimensão da empresa não contribui necessariamente para o aumento do desempenho da empresa.

Klapper *et al.*, (2004) também comprovam uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a dimensão da empresa e a *performance* empresarial. Estes autores

---

analisaram 495 empresas de 25 mercados emergentes de 18 setores diferentes e avaliaram a *performance* através do ROA e Tobin's Q. Os seus resultados mostraram que quanto maior a dimensão da empresa maiores serão os problemas de agência que acabem por resultar em ineficiência da *performance*. Vintila e Nenu (2015) também, ostentaram uma relação negativa entre a dimensão e a *performance* empresarial.

Pelo disposto, propõe-se a segunda hipótese (sem sinal definido):

*H2: A dimensão da empresa influencia a sua performance.*

### **1.3. Características macroeconómicas**

A *performance* empresarial pode ser avaliada pela estabilidade das variáveis macroeconómicas, uma vez que estas, afetam a economia, e, por conseguinte, as decisões financeiras e de investimento, conduzindo a mais ou menos *performance* empresarial (Vieira *et al.*, 2019).

Foram consideradas neste trabalho, duas variáveis macroeconómicas como possíveis determinantes do desempenho empresarial, são elas o PIB e o índice de perceção da corrupção (CPI) (Gaviria, 2002; Tan & Floros, 2012; entre muitos outros).

#### **1.3.1. Produto Interno Bruto (PIB)**

O PIB - produto interno bruto é uma variável macroeconómica que é externa à própria empresa, ou seja, a empresa não consegue controlar as suas variações, pois mede o crescimento da economia de um modo geral e retrata a soma de todos os bens e serviços produzidos em cada país (Terjesen, Couto & Francisco, 2016).

É vasta a literatura que relaciona positivamente a *performance* empresarial com o PIB. McNamara e Duncan (1995) mostraram uma relação positiva entre a *performance* e o PIB, dado que quanto maior o PIB, maior será a atividade económica da empresa e com maior atividade das vendas e dos resultados e por conseguinte do desempenho.

Lee e Grewal (2004) mostraram, para uma amostra de 106 empresas e 9 anos, de 1992 a 2000, que o PIB apresenta uma relação positiva com o Tobin's Q, variável que também nós, neste trabalho, consideramos como variável de desempenho. Vieira *et al.* (2019) estudaram os fatores determinantes do desempenho das empresas portuguesas

e mostraram que o PIB tem uma relação positiva e estatisticamente significativa com o Tobin's Q e com o retorno das ações, mas não significativa com o ROA.

Por outro lado, Tan *et al.*, (2012) analisaram o impacto do PIB no ROA de 101 bancos da China, num período de 2003 - 2009. Utilizando o *GMM system model*, os autores obtiveram uma relação negativa e estatisticamente significativa entre as variáveis. Os autores sugerem que tal se deva ao facto de o crescimento económico potenciar maior competitividade e logo menores níveis de desempenho. De igual modo, Terjesen *et al.*, (2016) concluíram que o PIB tem uma relação negativa e estatisticamente significativa tanto com o ROA como com o Tobin's Q. Issah *et al.*, (2017) investigaram o efeito das variáveis macroeconómicas no desempenho das empresas. A amostra compreende dados de 116 empresas listadas no Reino Unido, num período de 2002 a 2014. Os resultados obtidos através da análise de componentes principais e da regressão linear múltipla indicam uma relação negativa e estatisticamente significativa com o ROA. Os autores justificam esta relação pela conexão inversa entre a atividade económica e o PIB. Também Carney, Estrin, Liang e Shapiro (2019) estudam o desempenho de mais de 120 000 empresas de mais de 130 países, entre 2006 e 2016. Os resultados, corroboraram uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o PIB e a *performance* empresarial.

Pela literatura exposta, propõe-se a seguinte hipótese (sem sinal definido):

*H3: O PIB influencia a performance empresarial.*

### **1.3.2. Índice de Perceção da Corrupção (CPI)**

Segundo Leff (1964) existe uma relação positiva e significativa entre o CPI e a *performance* empresarial. O autor argumenta que a corrupção pode ser favorável para as empresas, uma vez que burocracias ineficientes podem ser consideradas como uma vantagem, pois conseguem contornar os regulamentos, conduzindo a uma maior facilidade de negociação, aumentando assim o desempenho de uma empresa. Os autores argumentam que as empresas que recorrem à corrupção tendem a ter maiores certezas na realização dos seus negócios e a aumentar o seu desempenho económico, através de taxas de investimento mais elevadas. De igual forma, Lien (1986) verifica a mesma relação positiva na *performance* empresarial. Vial e Hanoteau (2010) avaliaram o impacto da corrupção das empresas de manufatura da Indonésia no

---

crescimento da produção e da produtividade, durante 1975 e 1995. Os resultados obtidos neste artigo foram ao encontro dos estudos anteriores.

O estudo de Ayaydin e Hayaloglu (2014) tem como objetivo estabelecer uma ligação entre a corrupção e o crescimento empresarial na Turquia. Os autores utilizaram dados em painel para uma amostra de 41 empresas, durante o período de 2008 a 2011 e os seus resultados sugerem uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o CPI e a *performance* empresarial, justificada pelo atraso que existe para resolver problemas burocráticos e que muitas vezes as empresas recorrem à corrupção com o objetivo de ultrapassar certas burocracias demoradas e facilitar o seu crescimento a curto-prazo porque esta prática ilegal transfere “dinheiro rápido”.

Com a finalidade de analisar o impacto da corrupção no desempenho da empresa, utilizando dados do *World Bank Enterprise Survey* (WDES), Williams e Kedir (2016) mostraram para 40 países africanos e 132 países em desenvolvimento uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o CPI e a *performance*. Os autores defendem que existe uma maior corrupção em países em desenvolvimento, devido a uma maior probabilidade de falhas e deficiências no sistema e que por vezes ao tentar reduzir o nível de corrupção os custos dos empréstimos alteram-se perdendo a possibilidade de obtenção de mais fundos úteis a novos investimentos e melhoria dos níveis de *performance*.

Por outro lado, Gaviria (2002) avalia os efeitos da corrupção e do crime no desempenho empresarial de 29 países em 1999. O autor argumenta que a corrupção afeta todas as empresas, e apesar dos países mais fechados ao exterior serem mais corruptos, afeta negativamente os países *common law*, pois estes tendem a proteger as pessoas contra expropriação. Para este autor, quanto maior o CPI, menor crescimento das empresas, maior ineficiência nas decisões de investimento, menor competitividade entre empresas e redução de negócios lucrativos.

De igual modo, Fisman e Svensson (2007) encontram uma relação negativa para 243 empresas de 14 setores do Uganda. Sahakyan e Stiegert (2012) averiguaram o impacto da corrupção no desempenho de 400 empresas da Arménia em 2005. Estes autores comprovam a existência de uma relação negativa e estatisticamente significativa com a *performance* empresarial. Os autores defendem que as empresas que recorrem à corrupção pretendem fugir ao sistema de governança lento e complexo, pois quanto

---

mais for o índice de corrupção menor será o crescimento e desenvolvimento das empresas, maiores serão os custos, maior será a desigualdade, isto tudo leva a uma maior ineficiência nas decisões de investimento e produtividade das empresas, o que provoca um menor desempenho.

Pela literatura apresentada, propõem-se a quarta hipótese (sem sinal definido):

*H4: O CPI influencia a performance empresarial.*

#### **1.4. Religião**

A religião tem sido um tema bastante debatido em diversas áreas de conhecimento, mas na área de economia e das finanças ainda é recente. Podemos acrescentar que se trata de um fator cultural nacional que pode afetar significativamente a *performance* empresarial (Díez-Esteban, Farinha & García-Gómez, 2019). Sendo a religião uma componente fundamental da Cultura, Baxamusa e Jalal, (2014) argumentam que esta “consiste em crenças, valores e comportamentos”. Também, o Dicionário de Filosofia da Religião define religião, da seguinte forma: "a religião é uma tradição, como judaísmo, cristianismo, islamismo, hinduísmo ou budismo" (2021).

Leventis, Dedoulis e Abdelsalam (2018) averiguaram que as empresas sediadas em países religiosos são mais cautelosas, no que respeita ao investimento de projetos arriscados, e nessa medida só investem em projetos que em princípio sejam lucrativos conduzindo a maior *performance*.

Lu *et al.*, (2020) investigaram o impacto da religião na *performance* empresarial das empresas privadas da China, através do ROA. Os autores comprovaram a existência de uma relação positiva entre a religião e a *performance*, devido a um maior acesso ao crédito para investimentos, maior aversão ao risco, maior confiança no desempenho dos outros funcionários e ainda pelo facto dos empresários terem uma maior predisposição para garantir uma boa segurança e condições sociais aos seus funcionários, mantendo-os produtivos. As sociedades religiosas tendem a ser menos egoístas e mais altruístas e, ainda, os empresários preferem ter nas suas empresas acionistas e funcionários do seu seio familiar.

El Ghouli, Guedhami, Ni, Pittman e Saadi (2012) ao estudarem a importância da religião no preço das ações, com uma amostra de 36 105 empresas americanas, entre

1985 e 2008 verificaram que as empresas sediadas em países mais religiosos tendem a utilizar financiamentos com custos de capital mais baratos, induzindo numa maior confiança, o que aumenta a participação no mercado. Adicionalmente estes autores revelam que a importância da religião para os preços de ações aumenta para empresas que sofrem de menor visibilidade e são mais sensíveis às condições sociais e económicas locais.

Baseados nos argumentos apresentados, coloca-se a seguinte hipótese:

*H5: A Religião influencia a performance empresarial.*

### **1.5. Dimensões Culturais de Hofstede**

A cultura pode ser um fundamental importante para a determinação da *performance* empresarial, mesmo sendo descrita por alguns autores como “uma construção difusa e difícil de definir” (Triandis, Robert, Hector, Michael, Kwok, Abelando, James, Harry Hui, Gerardo, Bernadette, Jai, Jyoti, John, Hubert & Germain, 1986). Existem várias definições de cultura, tais como a de Hofstede e Bond (1988) que afirmam que a cultura é “a programação coletiva da mente que distingue os membros de uma categoria de uma pessoa dos membros de outra. A cultura é composta por certos valores, que moldam o comportamento, bem como a percepção que se tem do mundo”. Também Guiso, Sapienza e Zingales (2006), definem cultura como “crenças, valores e restrições sociais que os grupos éticos, religiosos e sociais transmitem, de geração em geração, sem alterações”.

Hofstede (1983) realizou a sua pesquisa sobre cultura nacional entre 1967 e 1978, que tinha como objetivo desenvolver uma terminologia para descrever cultura, tendo utilizado uma grande amostra, contendo 116.000 inquéritos em 53 países.

Em 1983, Hofstede, considerou 4 dimensões para descrever cultura, sendo elas: i) Individualismo vs Coletivismo; ii) grande ou pequena Distância ao poder; iii) forte ou fraca Aversão à Incerteza; iv) Masculinidade vs feminilidade. A primeira dimensão, Individualismo vs Coletivismo refere-se a uma preferência por uma estrutura social pouco rígida (individualismo) e, contrariamente, coletivismo refere-se a uma preferência fortemente unida na sociedade. O índice de distância ao poder expressa o grau como uma sociedade reage perante desigualdades entre pessoas. A Aversão à

*Cultura e Religião: O que determina a performance empresarial em diferentes ambientes macroeconômicos?*

---

Incerteza revela o grau em que os membros de uma sociedade se sentem desconfortáveis perante incertezas, ambiguidade e situações desconhecidas. Como última dimensão, a Masculinidade vs feminilidade, uma maior masculinidade representa uma sociedade mais competitiva, agressiva, valorizam a firmeza, a ambição, o sucesso, o poder, a assertividade, dedicam-se ao trabalho, por outro lado, numa sociedade feminista, os indivíduos zelam pelos mais fracos, por uma qualidade de vida melhor, pela solidariedade, preocupação e modéstia. Todas estas dimensões foram determinadas através de uma análise fatorial e avaliadas numa escala de 0 a 100 (Hofstede, 2001, 1983).

Após as inúmeras críticas ao trabalho de Hofstede, o autor publicou uma segunda edição, com a finalidade de adaptar o modelo à sociedade. Os dados/questionários recolhidos dos funcionários internacionais da IBM (*International Business Machines Corporation*) foram os mesmos, apenas foi inserida uma quinta dimensão “Orientação de Longo Prazo”. Esta quinta dimensão representa dois tipos de sociedade, uma de orientação de curto prazo, onde os indivíduos têm uma enorme consideração e respeito pelas tradições, procuram resultados a curto prazo, e uma outra sociedade com orientação de longo prazo, os indivíduos têm uma maior capacidade de adaptação em novos acontecimentos, uma maior lealdade, pois procuram obter retornos a longo prazo (Hofstede, 2001).

Em 2010, Hofstede, Hofstede e Minkov completaram com uma sexta e última dimensão, intitulada indulgência versus Restrição - *indulgence vs. retention*. Esta refere-se ao grau em que a sociedade tenta controlar os seus desejos e impulsos. Nas sociedades indulgentes, os indivíduos desfrutam de desejos humanos básicos e naturais imediatos, em termos de consumo, alegria, ideologia, entre outros, com o objetivo de aproveitar a vida. Em alternativa, nas sociedades restritas, os indivíduos têm certas restrições controladas e rígidas, de acordo com normas, valores e tradições, na satisfação dos desejos básicos e naturais.

O psicólogo Geert Hofstede, com o Projeto GLOBE - *Global Leadership and Organizational Behaviour Effectiveness* (Hofstede, 2006), identificou nove dimensões culturais, de forma a distinguir aspetos específicos das culturas nacionais. A pequena ou grande distância ao poder, a forte ou fraca aversão à incerteza, orientação humana, coletivismo institucional, coletivismo de grupo, agressividade, igualitarismo entre

---

género, orientação para o futuro e, por fim, orientação para o desempenho. Segundo Venaik e Brewer (2010), o projeto GLOBE não foi alvo de tantas críticas como o estudo de Hofstede.

Para a realização do presente trabalho, optou-se por utilizar as 6 dimensões culturais de Hofstede, que continuam atuais na literatura. No entanto, com o objetivo de condensar informação num conjunto menor de variáveis estatísticas, foi utilizada a análise das componentes principais ou *Principal Component Analysis* (PCA), uma técnica de análise multivariada que nos permitiu perceber que apenas duas componentes explicam a maior parte da variação total, são elas o Individualismo vs Coletivismo e o Índice de Distância ao poder<sup>2</sup>.

Por exemplo Yilmaz, Alpkın e Ergün (2005) também usaram apenas estes dois fatores como sendo os mais relevantes na explicação da *performance* financeira.

### **1.5.1. Individualismo vs Coletivismo (IDV)**

A dimensão Individualismo vs Coletivismo refere-se ao grau com que as pessoas se encontram integradas a um determinado grupo mais ou menos unido e é considerada um dos fatores-chave na explicação das diferenças económicas (Oyserman & Kemmelmeier, 2002 ou Van Hoorn, 2014). Nas sociedades individualistas as pessoas preocupam-se com elas próprias, as relações familiares são consideradas uma desvantagem para o negócio, não existe uma relação entre empregador e empregado (Hofstede, 2001). Enquanto os indivíduos das sociedades coletivistas tendem a ser mais preocupados uns com os outros, pretendem alcançar os interesses e as metas do grupo, têm um melhor desempenho em grupo, a relação entre o empregador e os empregados é vista como contexto familiar, o que também pode ser considerada uma desvantagem, uma vez que dão primazia às relações pessoais (Hofstede, 2001).

Segundo Hofstede (1983), o grau de individualismo está relacionado com a riqueza de cada país, ou seja, países pobres são mais coletivistas, enquanto países mais ricos são mais individualistas.

---

<sup>2</sup> Geralmente estas variáveis estão descritas em inglês como Individualism (IDV) e Power Distance Index (PDI)

---

Ao longo do tempo, houve autores que encontram evidências de uma relação positiva e estatisticamente significativa com a *performance*, como é o caso de Kessapidou e Varsakelis (2002) que exploraram o impacto da cultura nacional na *performance* empresarial de 478 empresas da Grécia, num período entre 1994 e 1996. Os resultados revelaram que um elevado IDV está positivamente relacionado com o desempenho.

Van Hoorn (2014), explora a relação entre o individualismo e as práticas de gestão e conclui que mais individualismo conduz a melhores e mais sofisticadas práticas de gestão o que pode sugerir melhor *performance*.

Wahjudi *et al.*, (2016) pesquisaram o impacto da cultura nacional no desempenho de 152 empresas de manufatura da Indonésia. Estes autores, também, encontraram uma relação positiva entre o IDV e a *performance*.

Por outro lado, Flynn e Saladin (2006) realizaram um estudo sobre a cultura nacional de empresas dos Estados Unidos da América, Japão, Alemanha, Inglaterra e Itália. Os resultados revelaram uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o IDV e a *performance* empresarial, pois concluíram que quanto maior for o IDV menor o desenvolvimento e empenho das equipas, o que se traduz numa menor *performance* para as empresas. As pessoas das sociedades individualistas preocupam-se mais com os seus interesses, não favorecendo em nada os trabalhos de equipa, sendo uma desvantagem para o negócio. Já Halkos *et al.*, (2008) mediram o efeito da cultura nacional na *performance* empresarial de 100 empresas multinacionais não financeiras dos países de Leste e Ocidentais. Os autores mostraram uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o IDV e a *performance*. Um elevados IDV, atribui prioridade às necessidades individualistas, enquanto um baixo IDV atribui prioridade às necessidades do grupo, diminui a complexidade organizacional, aumenta as vantagens de internacionalização melhorando a *performance*.

Frijns *et al.* (2016) examinaram o impacto da diversidade cultural no desempenho das empresas. A amostra incluiu 243 empresas do Reino Unido, durante o período de 2002 e 2014. Os autores encontraram uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o IDV e a *performance* empresarial, argumentando que este efeito influencia a eficácia dos conselhos de administração vendas e pela complexidade organizacional da empresa.

De acordo com a literatura apresentada, propõem-se a seguinte hipótese, sem sinal definido:

*H6: O Individualismo vs Coletivismo influenciam a performance empresarial.*

### **1.5.2. Índice de Distância ao poder (PDI)**

O índice de distância ao poder, refere o grau em que as pessoas menos poderosas de uma sociedade aceitam que o poder seja distribuído de forma desigual entre os indivíduos. Em sociedades com elevado índice de poder aceitam-se as desigualdades de poder, os superiores são inacessíveis e quem tem poder é que detêm privilégios (Hofstede, 2001)

De acordo com Hofstede (1983), o índice de distância ao poder está relacionado com o coletivismo, pois países coletivistas têm um elevado grau de distância ao poder, e também encontra uma relação entre os países pobres coletivistas e um elevado grau de distância ao poder.

Existe literatura que comprova a existência de uma relação positiva entre o PDI e a *performance* empresarial. Flynn *et al.*, (2006) realizaram um estudo sobre a cultura nacional de empresas dos Estados Unidos da América, Japão, Alemanha, Inglaterra e Itália. Os resultados revelaram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o PDI e a *performance* empresarial, pois concluíram que quanto maior for o PDI melhor serão os resultados de negócio.

Por outro lado, Ringov e Zollo (2007) mostram que as empresas sediadas em países caracterizados por níveis mais elevados de distância ao poder, exibem níveis mais baixos de desempenho social e ambiental e nós argumentamos que, por conseguinte, possam ter menos desempenho empresarial.

Também Ho, Wang e Vitell (2012) argumentam que pessoas de países com pontuação alta no PDI são mais propensas a aceitar práticas de negócios questionáveis (Cohen, Pant & Sharp, 1996); portanto, seria de se esperar que empresas de países com alto índice de PDI tivessem desempenho social corporativo mais baixo. Mais uma vez aceitamos que possam ditar a mesma influência na *performance* empresarial.

Assim, aceitamos que maior desempenho possa estar associado a culturas com menos probabilidade de tolerar práticas de negócios questionáveis.

*Cultura e Religião: O que determina a performance empresarial em diferentes ambientes macroeconômicos?*

---

De acordo com os argumentos apresentados na literatura, propõe-se a última hipótese:

*H7: O índice de distância ao Poder influencia a performance empresarial.*

## **2. DADOS, VARIÁVEIS E METODOLOGIA**

Nesta secção serão especificados os dados e a amostra utilizados para o estudo empírico, assim como, as variáveis dependentes e independentes descritas ao longo da secção anterior bem como a metodologia a adotar.

### **2.1. Dados**

O presente estudo tem como objetivo analisar o impacto dos determinantes específicos das empresas, macroeconómicos e culturais na *performance* empresarial, na última década do século XXI, respetivamente de 2011 a 2020 (não inclusive, devido à falta de dados completos à data da elaboração desta dissertação).

Os países selecionados para a concretização deste estudo são os denominados “PIIGS” ou “GIPSI”, acrónimos usados aquando da crise da dívida soberana em 2008, com o objetivo de identificar os países europeus com baixo desempenho, são eles: Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha. Isto porque durante a crise europeia (crise soberana) estes países apresentaram uma fraca economia e uma elevada instabilidade financeira, diminuindo, assim, a capacidade de pagarem as suas dívidas. Por outro lado, apresentam inúmeras diferenças nomeadamente institucionais, económicas, legais e culturais. Todos os países são *civil-law*, com exceção da Irlanda que é um país com designação de *common-law system*. Esta diversidade contribui para uma melhor avaliação das variáveis culturais e torna oportuna a nossa seleção de variáveis e modelos.

Os dados relacionados com as características específicas da empresa foram retirados da base de dados *Orbis Europe*; as variáveis macroeconómicas, PIB e CPI, são provenientes do Banco Mundial e da organização *Transparency International*, respetivamente, e as dimensões culturais foram extraídas da página oficial de Hofstede. Para a amostra final foi necessário excluir todas as empresas financeiras e sociedades desportivas, devido às suas especificidades e diferenças de demonstrações financeiras. Também foram excluídas todas as empresas que não possuíam dados para as variáveis para pelo menos quatro anos consecutivos, já que esta é uma condição essencial para testar a ausência de correlação de segunda ordem no modelo proposto (Neves, 2018).

A amostra inicial continha 4.534 empresas, e após filtragem a amostra final consistiu em 502 empresas e totalizou 4.519 observações.

## **2.2. Variáveis**

Nesta secção serão abordadas as variáveis dependentes em concordância com estudos precedente e, também, todas as variáveis independentes definidas de acordo com a literatura enunciada ao longo do presente trabalho.

### **2.2.1. Variáveis dependentes**

Vários autores debatem a questão sobre qual a variável que melhor traduz a *performance* empresarial. Tanto as medidas contabilísticas como as de mercado tradicionalmente aceites como medidas de desempenho, têm prós e contras. Assim de acordo com Kang *et al.*, (2017) e Vieira, *et al.* (2019), foram utilizadas a ROA (indicador de rentabilidade, como medida contabilística), Tobin's Q, e Retorno das ações (medidas de mercado) e margem do EBITDA (indicador operacional/medida contabilística) como variáveis dependentes.

A ROA é uma das variáveis mais utilizada para avaliar o desempenho empresarial, calculada pelo rácio do EBIT pelo total de ativos. É um indicador de rentabilidade que permite saber como os investimentos e os ativos da empresa estão a ser geridos, ou seja, permite avaliar a qualidade da gestão (Azeez, 2015 e Vieira *et al.*, 2019).

O Tobin's Q é, também um indicador bastante utilizado e, talvez, o mais antigo. É um rácio de mercado, calculado pela divisão entre o valor de mercado da empresa e o valor de reposição dos ativos. Esta variável consegue avaliar se as ações das empresas estão subvalorizadas ou sobrevalorizadas pelo mercado (Bhagat *et al.*, 2008; Frijns *et al.*, 2016 e Vieira *et al.*, 2019). Um Q de Tobin superior à unidade significa que o valor de mercado da empresa é maior do que o custo de aquisição do capital instalado. Logo, há incentivos para o investimento, dado que o valor do capital investido é maior do que o seu custo. Se for inferior a 1, não haverá incentivos para investir na empresa.

Já o Retorno das ações (RETURN), conhecido como uma medida de investimento/mercado, é calculado pela diferença do preço das ações do ano presente pelo ano anterior. Este é um indicador cada vez mais utilizado para chamar à atenção dos

*Cultura e Religião: O que determina a performance empresarial em diferentes ambientes macroeconómicos?*

pequenos e grandes investidores, pois permite obter uma perspetiva clara em relação a oportunidades de investimento (Klassen *et al.*, 1996; Bhagat *et al.*, 2008 e Vieira *et al.*, 2019).

Por fim, a Margem de EBITDA (MgEBITDA) é, também uma variável utilizada por vários autores para avaliarem a *performance* empresarial. É um indicador puramente operacional e intrínseco à gestão, calculado pelo rácio do EBITDA pelas vendas líquidas (Baier *et al.*, 2008; Kang *et al.*, 2017 ou Neves *et al.*, 2021a).

A tabela seguinte expõe, a fórmula de cálculo utilizada nas quatro variáveis dependentes:

**Tabela 1:** Descrição das variáveis dependentes

Variáveis dependentes	Definição	Autores
Rendibilidade do Ativo (ROA)	EBIT / Total do Ativo	Azeez, (2015) Vieira <i>et al.</i> , (2019) Neves <i>et al.</i> , (2021)
Tobin's Q	Valor de Mercado da Empresa / Valor e Reposição dos Ativos	Bhagat <i>et al.</i> , (2008) Frijns <i>et al.</i> , (2016) Vieira <i>et al.</i> , (2019)
Retorno das ações (RETURN)	$\ln(1 + R_t) = \ln(P_t / P_{(t-1)}) = \ln(P_t) - \ln(P_{(t-1)})$	Klassen <i>et al.</i> , (1996) Bhagat <i>et al.</i> , (2008) Vieira <i>et al.</i> , (2019)
Margem de EBITDA (MgEBITDA)	EBITDA / Vendas Líquidas	Baier <i>et al.</i> , (2008) Kang, <i>et al.</i> (2017) Neves <i>et al.</i> , (2021)

### 2.2.2. Variáveis independentes

As variáveis independentes utilizadas no presente estudo e descritas na secção anterior sobre as características específicas das empresas, a cultura, a religião em diferentes ambientes macroeconómicos, são as seguintes: endividamento (Lev), dimensão da empresa (Size), produto interno bruto (PIB), índice de perceção da corrupção (CPI),

*Cultura e Religião: O que determina a performance empresarial em diferentes ambientes macroeconômicos?*

Religião e duas dimensões culturais de Hofstede, o Individualismo vs Coletivismo (IDV) e o Índice de Distância ao poder (PDI).

A tabela seguinte apresenta as variáveis que integram os modelos de estimação com a respetiva fórmula de cálculo:

**Tabela 2:** Descrição das variáveis independentes

Variáveis Independentes	Definição	Autores
<b>Características Específicas das empresas</b>		
Endividamento (Lev)	Capital Alheio / Ativo Total	Vieira <i>et al.</i> , (2019)
		Neves <i>et al.</i> , (2020)
		Neves <i>et al.</i> , (2021)
Dimensão da empresa (Size)	Ln (Ativo Total)	Audia, e Greve, (2006)
		Neves <i>et al.</i> , (2019)
		Vieira <i>et al.</i> , (2019)
		Neves <i>et al.</i> , (2020)
<b>Características macroeconómicas</b>		
PIB	Fonte: Banco Mundial	Vieira <i>et al.</i> , (2019)
CPI	Fonte: <i>Transparency International</i>	Sahakyan <i>et al.</i> , (2012)
		Ayaydin <i>et al.</i> , (2014)
<b>Características Culturais</b>		
Religião	Variável <i>dummy</i> que assume o valor (1) quando predomina a Religião Católica, (0) caso contrário	Lu <i>et al.</i> , (2020)
IDV	Fonte: Página oficial de Hofstede	Wang & Esquesa (2014)
		Wahjudi <i>et al.</i> , (2016)
PDI	Fonte: Página oficial de Hofstede	Wang & Esquesa (2014)
		Wahjudi <i>et al.</i> , (2016)

### **2.3. Metodologia**

A metodologia utilizada para testar as hipóteses formuladas foi a metodologia de dados em painel, onde um grupo de empresa é analisado durante um período temporal, que permite multiplicar observações sobre cada empresa (Hsiao, 2007).

De facto, esta metodologia permite resolver dois problemas fundamentais: a heterogeneidade inobservável que pela natureza dos dados pode enviesar os resultados e a endogeneidade que surge pela relação de causalidade que com as variáveis de *performance* têm as variáveis explicativas no nosso estudo (Neves, 2018). Esta metodologia permite uma maior quantidade de informação, uma maior variabilidade dos dados, uma maior eficiência na estimação, um maior número de graus de liberdade e uma menor colinearidade entre as variáveis (Hsiao, 1995, 2007 ou Baltagi, 2008).

O método de estimação utilizado neste estudo foi o *Generalized Method of Moments system* (GMM system), devido às suas estimativas consistentes e eficientes (Badu & Appiah, 2017). Este método foi desenvolvido por Arellano e Bond (1991), Bond (1991), Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998) que defendem que anula efeitos não observados, apesar da existência de variáveis omitidas, potenciando a credibilidade dos resultados, com enviesamentos pouco relevantes. A preferência pelo uso de dados em painel dinâmicos apresenta vantagens adicionais, quando comparados com os estimadores estáticos. Por exemplo, o uso de variáveis, nas primeiras diferenças, permite a eliminação da correlação entre os efeitos individuais não observáveis. Já a variável dependente (lagged) e a utilização de variáveis instrumentais permite eliminar a correlação entre o erro e a variável dependente, evitando possíveis *biases* de resultados. Em suma, o GMM system permite observar os efeitos das variáveis independentes sobre a *performance* e saber a importância dos aspetos individuais e temporais na explicação das várias variáveis usadas como medidas de *performance*. A natureza transversal e temporal dos dados em painel possibilita analisar relações significativas entre as variáveis dependentes e independentes, quer ao longo do tempo, quer entre vários tipos de empresas e assim observar padrões entre estas.

Os dados foram analisados no *software Stata 16* através da realização de três testes, o teste de *Wald*, o teste de *Sargan* e o teste de *Arellano-Bond*. O primeiro teste realizado

foi o teste de *Wald*, com uma hipótese nula diferentes de zero, o que significa que os coeficientes do modelo serem diferentes de zero, caso a significância for inferior a 5% podemos reter que o modelo possui um alto poder explicativo. O segundo teste realizado foi o teste de *Sargan*, onde a hipótese nula pretende verificar se as restrições de identificação são válidas, é de notar que quanto maior for o *p-value* melhor os resultados obtidos. Por fim, realizou-se o teste de *Arellano-Bond*, onde se verifica se a hipótese nula apresenta ausência de auto correlação, medida pela primeira e segunda ordem  $m(1)$  e  $m(2)$ , assim, espera-se que o *p-value* seja superior a 5% para que o modelo seja sólido e para que não apresente problemas de autocorrelação (Arellano *et al.*, 1991).

De forma genérica, o modelo de estimação é o seguinte:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 X_{it} + \dots + \varepsilon_{it}$$

onde  $Y$  é a variável dependente,  $X$  são as variáveis independentes,  $\beta$  são os coeficientes,  $\varepsilon$  é o termo de erro,  $i$  corresponde a cada empresa ( $i=1, 2, \dots, 502$ ) e  $t$  é o tempo ( $t=1, 2, \dots, 9$ ).

Os modelos a utilizar neste estudo apresentam as seguintes especificações:

### **Modelos - Base**

#### **Modelo 1**

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 PIB_{it} + \beta_4 CPI_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

#### **Modelo 2**

$$Tobin's\ Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 PIB_{it} + \beta_4 CPI_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

#### **Modelo 3**

$$RETURN_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 PIB_{it} + \beta_4 CPI_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3)$$

#### **Modelo 4**

$$MgEBITDA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 PIB_{it} + \beta_4 CPI_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (4)$$

Com o intuito de perceber o impacto das variáveis culturais e religião na *performance* empresarial, os modelos base foram estendidos, dando origem aos seguintes novos modelos:

### **Modelos - Estendidos**

#### **Modelo 5**

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 PIB_{it} + \beta_4 CPI_{it} + \beta_5 Religião_{it} + \beta_6 IDV_{it} + \beta_7 PDI_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (5)$$

#### **Modelo 6**

$$Tobin's\ Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 PIB_{it} + \beta_4 CPI_{it} + \beta_5 Religião_{it} + \beta_6 IDV_{it} + \beta_7 PDI_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (6)$$

#### **Modelo 7**

$$RETURN_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 PIB_{it} + \beta_4 CPI_{it} + \beta_5 Religião_{it} + \beta_6 IDV_{it} + \beta_7 PDI_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (7)$$

#### **Modelo 8**

$$MgEBITDA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 PIB_{it} + \beta_4 CPI_{it} + \beta_5 Religião_{it} + \beta_6 IDV_{it} + \beta_7 PDI_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (8)$$

De salientar que as seis variáveis culturais originais de Hofstede, deram origem a duas componentes principais (dois fatores culturais) através da aplicação da técnica estatística multivariada PCA (Neves, Fernandes & Martins, 2019a). Os resultados podem ser consultados no anexo 1.

Finalmente e depois de perceber que as variáveis culturais têm impacto na *performance*, foi dado um passo em frente, que se traduz em mais um argumento original deste trabalho, estimando modelos com interações relativamente ao nível de endividamento. Esta variável é explicada pela própria natureza da seleção da amostra, maioritariamente constituída por países europeus muito dependentes da banca e com

dificuldades de crescimento econômico após a crise financeira global e sobretudo com a crise da dívida soberana.

### **Modelos com a interação das variáveis culturais com o endividamento**

#### **Modelo 9**

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LevIDV_{it} + \beta_2 LevPDI_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 PIB_{it} + \beta_5 CPI_{it} + \beta_6 Religião_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(9)$$

#### **Modelo 10**

$$Tobin's Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 LevIDV_{it} + \beta_2 LevPDI_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 PIB_{it} + \beta_5 CPI_{it} + \beta_6 Religião_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(10)$$

#### **Modelo 11**

$$RETURN_{it} = \beta_0 + \beta_1 LevIDV_{it} + \beta_2 LevPDI_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 PIB_{it} + \beta_5 CPI_{it} + \beta_6 Religião_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(11)$$

#### **Modelo 12**

$$MgEBITDA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LevIDV_{it} + \beta_2 LevPDI_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 PIB_{it} + \beta_5 CPI_{it} + \beta_6 Religião_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(12)$$

Onde  $ROA_{it}$ ,  $Tobin's Q_{it}$ ,  $RETURN_{it}$  e  $MgEBITDA_{it}$ , são as variáveis dependentes do estudo e representam a rentabilidade operacional do ativo, o Tobin's Q, o retorno das ações e a margem do EBITDA. Já o *Leverage*, o *Size*, o PIB, o CPI, a Religião, o IDV e o PDI são as variáveis independentes que correspondem ao endividamento, dimensão da empresa, produto interno bruto, índice de percepção da corrupção, religião, individualismo vs coletivismo e o índice de distância ao poder, respetivamente.

### **3. RESULTADOS**

Nesta secção, será analisada a tabela da estatística descritiva, onde estão inseridas todas as variáveis utilizadas para avaliar a *performance* empresarial e, também, serão examinados os resultados obtidos dos modelos formados pelas quatro variáveis dependentes.

#### **3.1. Estatísticas Descritivas**

A tabela seguinte apresenta as principais estatísticas descritivas, tanto das variáveis dependentes como das independentes que integram os modelos especificados na secção anterior.

**Tabela 3:** Estatísticas Descritivas

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Desvio Padrão</b>
ROA	0.039	-1.309	6.353	0.147
TobinsQ	0.668	0	30.671	1.013
Return	-0.019	-4.604	4.947	0.511
MgEBITDA	14.683	-99.074	93.3	19.898
Lev	0.653	0.062	13.516	0.406
Size	12.818	6.799	18.964	2.168
PIB	0.467	-9	24	3.838
CPI	52.070	36	75	10.032
Religião	0.733	0	1	0.442
IDV	56.301	27	76	18.326
PDI	52.861	28	63	9.166

De acordo com os dados da tabela 3, podemos verificar que quase todas as variáveis apresentam valores positivos quando a média é calculada, com exceção do retorno das ações.

### **3.2. Resultados da Estimação dos modelos**

As tabelas 4, 5, 6, 7, 8 e 9 apresentam os resultados da estimação dos vários modelos atendendo às quatro variáveis usadas como medidas de avaliação da *performance* para os 5 países selecionados, os PIIGS. Em primeiro lugar são apresentados os resultados obtidos com os modelos de regressão que consideraram as variáveis dependentes com valores obtidos por via da contabilidade. De seguida são apresentados os resultados obtidos com os modelos de regressão que consideraram as variáveis dependentes com valores de investimento/mercado.

**Tabela 4:** Resultados de Estimação do Modelo Base, com as variáveis dependentes ROA e margem do EBITDA

<i>Performance Empresarial</i>									
	ROA					MgEBITDA			
	Coef.	Erro Padrão	Z	P-Value		Coef.	Erro Padrão	Z	P-Value
<b>Constante</b>	<b>0.488</b>	<b>0.057</b>	<b>8.56</b>	<b>0.000 ***</b>	<b>Constante</b>	<b>-54.780</b>	<b>13.583</b>	<b>-4.03</b>	<b>0.000 ***</b>
ROA (L1)	0.049	0.004	13.63	0.000 ***	MgEBITDA (L1)	0.379	0.034	11.04	0.000 ***
Lev	-0.112	0.010	-10.73	0.000 ***	Lev	-2.589	2.426	-0.83	0.408
Size	-0.034	0.004	-7.70	0.000 ***	Size	4.589	1.058	4.34	0.000 ***
PIB	0.0002	0.0002	1.47	0.142	PIB	-0.048	0.036	-1.35	0.176
CPI	0.488	0.0004	3.33	0.001 ***	CPI	0.119	0.069	1.71	0.087 *
Wald			431.05	0.000	Wald			158.86	0.000
Sargan			77.65537	0.087	Sargan			45.616	0.088
Arellano-Bond					Arellano-Bond				
m1			-1.459	0.1447	m1			-6.402	0.571
m2			-1.586	0.1127	m2			0.810	0.418

A regressão é realizada pelo painel de dados não balanceados. Os painéis correspondentes às variáveis dependentes, ROA e MgEBITDA, são constituídos por 502 empresas e 4 519 observações. As variáveis estão devidamente definidas na secção 3 – Dados, Variáveis e Metodologia, mais concretamente no ponto 3.2 – Variáveis. De salientar que: i) \*, \*\*, e \*\*\* indica os níveis de significância a 10%, 5% e 1%, respetivamente; ii) O teste de Wald apresenta um *p-value* menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como  $\chi^2$  sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parênteses; iii) O teste de Sargan com um *p-value* superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parênteses do teste representam os graus de liberdade; iv) O teste m(1) tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste m(2) tem distribuição normal N(0,1) e com um *p-value* superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

**Tabela 5:** Resultados de Estimação do Modelo Base, com as variáveis dependentes Tobin's Q e Retorno das ações

<i>Performance Empresarial</i>									
	TobinsQ					Return			
	Coef.	Erro Padrão	Z	P-Value		Coef.	Erro Padrão	Z	P-Value
<b>Constante</b>	<b>3.641</b>	<b>0.535</b>	<b>6.81</b>	<b>0.000 ***</b>	<b>Constante</b>	<b>0.837</b>	<b>0.328</b>	<b>2.56</b>	<b>0.011 **</b>
TobinsQ (L1)	0.503	0.013	37.99	0.000 ***	Return (L1)	-0.184	0.018	-10.51	0.000 ***
Lev	-0.202	0.081	-2.50	0.013 **	Lev	-0.107	0.074	-1.46	0.145
Size	-0.262	0.041	-6.44	0.000 ***	Size	-0.014	0.028	-0.49	0.623
PIB	0.001	0.002	0.45	0.655	PIB	-0.022	0.003	-6.34	0.000 ***
CPI	0.002	0.002	1.39	0.164	CPI	-0.011	0.004	-3.00	0.003 ***
Wald			1708.16	0.000	Wald			193.63	0.000
Sargan			91.19642	0.146	Sargan			206.27	0.265
Arellano-Bond					Arellano-Bond				
m1			-3.5612	0.086	m1			-9.638	0.438
m2			1.6151	0.106	m2			0.605	0.545

A regressão é realizada pelo painel de dados não balanceados. Os painéis correspondentes às variáveis dependentes, TobinsQ e Return, são constituídos por 502 empresas e 4 519 observações. As variáveis estão devidamente definidas na seção 3 – Dados, Variáveis e Metodologia, mais concretamente no ponto 3.2 – Variáveis. De salientar que: i) \*, \*\*, e \*\*\* indica os níveis de significância a 10%, 5% e 1%, respetivamente; ii) O teste de Wald apresenta um *p-value* menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como  $\chi^2$  sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parênteses; iii) O teste de Sargan com um *p-value* superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parênteses do teste representam os graus de liberdade; iv) O teste m(1) tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste m(2) tem distribuição normal N(0,1) e com um *p-value* superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

Ao observar as tabelas 4 e 5, é possível compreender que, todas as variáveis dependentes do ano corrente, ROA, MgEBITDA, Tobin's Q e Return, são estatisticamente significativas a 1%, o que significa que são influenciadas pelos níveis do ano anterior. Relativamente aos sinais obtidos, salienta-se que a variável Return do ano anterior não é sinónimo de mais rendibilidade no ano corrente e tal pode ser justificado pelo facto de se tratar de uma variável muito dependente das condições externas à gestão, variável de mercado. O investidor tem noção de que ter rendimento de uma ação num ano não será garantia do mesmo retorno em anos seguintes, se mantiver inalterada a sua carteira de investimentos.

Relativamente aos resultados dos modelos 1 e 2 que consideram como variáveis dependentes, as variáveis intrínsecas à organização, salienta-se que o índice de perceção de corrupção apresenta sinal positivo e significativo em ambos os modelos o que nos permite corroborar a hipótese 4. Este resultado sugere que os gestores podem recorrer a condições menos lícitas de negociação para facilitar a realização dos negócios devido à morosidade que os aspetos burocráticos acarretam nos países em apreço, de acordo com Leff (1964), Ayaydin *et al.*, (2014) ou Williams *et al.*, (2016).

Relativamente à variável dimensão empresarial (SIZE), pode observar-se um sinal contrário para as variáveis de *performance*. Por um lado, maior dimensão implica menor ROA, o que pode sugerir que maior volume de ativos pode implicar uma gestão menos eficiente, um pior controlo de gestão, o que nos permite corroborar os resultados de Goddard *et al.*, (2005), Vintila *et al.*, (2015) ou Vieira *et al.*, (2019). Por outro lado, quando se usa uma variável pura de gestão pode-se perceber uma relação positiva entre dimensão empresarial e margem do EBITDA já que mais recursos a usar podem causar consciência no gestor de mais poder e maior visibilidade interna de boa gestão. Este resultado vai ao encontro do obtido por Chan *et al.*, (2017) mostrando que empresas maiores têm maior capacidade de aumentar a sua produção, reduzindo o custo médio de produção, aproveitando assim as economias de escala. Tal como Neves *et al.*, (2021a) percebe-se que o sinal e significância das variáveis podem variar consoante a medida de *performance* utilizada e que a ROA é uma variável interna, mas de reconhecimento global, interessando a um conjunto de *stakeholders* muito mais alargado do que a Margem do EBITDA que interessa fundamentalmente a quem gere os recursos internamente.

O endividamento tem um impacto negativo na ROA já que ao exigir pagamentos periódicos reduz os resultados e, por conseguinte, a *performance*. Este resultado corrobora a hipótese 1, de acordo com Goddard *et al.*, (2005); Serrasqueiro *et al.*, (2008), Ibhagui *et al.*, (2018) ou Neves *et al.*, (2019). Relativamente ao PIB, este enquanto variável macroeconómica não parece ser relevante na explicação da *performance* quando esta depende dos elementos contabilísticos, internos à organização.

Relativamente aos resultados dos modelos 3 e 4 que consideram como variáveis dependentes, as variáveis de mercado, denotam-se diferenças assinaláveis na significância das variáveis que explicam o desempenho empresarial. O endividamento e a dimensão das empresas têm um impacto negativo no Q de Tobin, o que nos possibilita corroborar as hipóteses 1 e 2 respetivamente. O sinal negativo da dívida é explicado porque tanto o público em geral atento à economia e às empresas como os potenciais investidores entendem que mais dívida implica mais saída de recursos e consequentemente menos *performance* (Vieira *et al.*, 2019). Também o sinal negativo da dimensão poderá sugerir que mais recursos implicam menor possibilidade de gestão eficiente e, portanto, menos *performance* no longo prazo (Goddard *et al.*, 2005). Relativamente à variável de *performance* “Return” nem a dívida nem a dimensão empresarial são relevantes, no entanto o PIB e o CPI passam a ser importantes na explicação dos níveis de desempenho. De facto, a perceção de um investidor é de que mais corrupção possa implicar menores níveis de desempenho por provocar maiores níveis de desigualdade e ineficientes decisões de gestão (Sahakyan *et al.*, 2012). Este resultado permite corroborar a hipótese 4. No que respeita ao PIB, o sinal negativo e significativo sugere que existe uma relação inversa entre a atividade económica e o PIB e que mais PIB pode conduzir a menor produtividade provocada por maior competitividade e, por conseguinte, a menor *performance* corroborando os resultados de Issah *et al.*, 2017 ou Carney *et al.*, 2019 e aceitando a hipótese 3.

**Tabela 6:** Resultados de Estimação do Modelo com as variáveis culturais e Religião, com as variáveis dependentes ROA e margem do EBITDA

<i>Performance Empresarial</i>									
	ROA					MgEBITDA			
	Coef.	Erro Padrão	Z	P-Value		Coef.	Erro Padrão	Z	P-Value
<b>Constante</b>	<b>0.342</b>	<b>0.553</b>	<b>0.62</b>	<b>0.536</b>	<b>Constante</b>	<b>-559.43</b>	<b>225.56</b>	<b>-2.48</b>	<b>0.013 **</b>
ROA (L1)	0.047	0.006	7.58	0.000 ***	MgEBITDA (L1)	0.363	0.046	7.88	0.000 ***
Lev	-0.127	0.011	-11.82	0.000 ***	Lev	-2.955	2.544	-1.16	0.245
Size	-0.038	0.007	-5.25	0.000 ***	Size	5.144	1.317	3.91	0.000 ***
PIB	0.0005	0.0002	2.34	0.019 **	PIB	-0.062	0.039	-1.61	0.106
CPI	0.001	0.0004	2.48	0.013 **	CPI	0.130	0.070	1.85	0.064 *
Religião	0.534	0.207	2.59	0.010 ***	Religião	-20.700	22.157	-0.93	0.350
IDV	-0.012	0.007	-1.89	0.059 *	IDV	2.498	1.484	1.68	0.092 *
PDI	0.034	0.553	1.34	0.181	PDI	7.051	3.164	2.23	0.026 **
Wald			298.47	0.000	Wald			119.24	0.000
Sargan			59.879	0.198	Sargan			37.837	0.186
Arellano-Bond					Arellano-Bond				
m1			-1.456	0.1455	m1			-6.515	0.623
m2			-1.636	0.1018	m2			0.691	0.490

A regressão é realizada pelo painel de dados não balanceados. Os painéis correspondentes às variáveis dependente, ROA e MgEBITDA, são constituídos por 502 empresas e 4 519 observações. As variáveis estão devidamente definidas na secção 3 – Dados, Variáveis e Metodologia, mais concretamente no ponto 3.2 – Variáveis. De salientar que: i) \*, \*\*, e \*\*\* indica os níveis de significância a 10%, 5% e 1%, respetivamente; ii) O teste de Wald apresenta um *p-value* menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como  $\chi^2$  sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parênteses; iii) O teste de Sargan com um *p-value* superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parênteses do teste representam os graus de liberdade; iv) O teste m(1) tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste m(2) tem distribuição normal N(0,1) e com um *p-value* superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

**Tabela 7:** Resultados de Estimação do Modelo com as variáveis culturais e Religião, com as variáveis dependentes Tobin's Q e Retorno das ações

<i>Performance Empresarial</i>									
	TobinsQ					Return			
	Coef.	Erro Padrão	Z	P-Value		Coef.	Erro Padrão	Z	P-Value
<b>Constante</b>	<b>4.998</b>	<b>3.272</b>	<b>1.53</b>	<b>0.127</b>	<b>Constante</b>	<b>1.954</b>	<b>1.036</b>	<b>1.89</b>	<b>0.059 *</b>
TobinsQ (L1)	0.361	0.009	38.07	0.000 ***	Return (L1)	-0.171	0.018	-9.37	0.000 ***
Lev	-0.306	0.084	-3.65	0.000 ***	Lev	-0.116	0.074	-1.56	0.118
Size	-0.349	0.056	-6.19	0.000 ***	Size	-0.004	0.030	-0.14	0.889
PIB	0.006	0.002	2.81	0.005 ***	PIB	-0.022	0.004	-6.07	0.000 ***
CPI	-0.002	0.002	-1.31	0.191	CPI	-0.011	0.004	-2.79	0.005 ***
Religião	0.081	0.954	0.08	0.933	Religião	0.073	0.174	0.42	0.671
IDV	0.035	0.030	1.18	0.236	IDV	-0.007	0.007	-1.01	0.311
PDI	-0.034	0.042	-0.82	0.414	PDI	-0.016	0.011	-1.47	0.142
Wald			6517.4	0.000	Wald			193.83	0.000
Sargan			62.997	0.226	Sargan			206.90	0.521
Arellano-Bond					Arellano-Bond				
m1			-3.634	0.103	m1			-9.715	0.312
m2			1.513	0.130	m2			0.926	0.354

A regressão é realizada pelo painel de dados não balanceados. Os painéis correspondentes às variáveis dependentes, TobinsQ e Return, são constituídos por 502 empresas e 4 519 observações. As variáveis estão devidamente definidas na seção 3 – Dados, Variáveis e Metodologia, mais concretamente no ponto 3.2 – Variáveis. De salientar que: i) \*, \*\*, e \*\*\* indica os níveis de significância a 10%, 5% e 1%, respetivamente; ii) O teste de Wald apresenta um *p-value* menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como  $\chi^2$  sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parênteses; iii) O teste de Sargan com um *p-value* superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parênteses do teste representam os graus de liberdade; iv) O teste m(1) tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste m(2) tem distribuição normal N(0,1) e com um *p-value* superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

Ao observar as tabelas 6 e 7, é possível verificar que as variáveis específicas e macroeconómicas mantêm o mesmo sinal e significância quando se introduzem as variáveis de religião e culturais. A única exceção diz respeito ao PIB que passa a ter uma relação positiva e significativa tanto na ROA como no Q de Tobin, podendo querer significar que a dimensão macroeconómica é relevante na perceção que o público em geral tem da *performance* quando se introduzem novas variáveis no modelo.

No que respeita às novas variáveis, salienta-se o facto de que nenhuma delas tem relevância na explicação da *performance* quando se consideram variáveis de mercado na sua avaliação. Este resultado insinua que os *stakeholders* externos à empresa, incluindo os potenciais investidores, não consideram isoladamente que nem a religião nem a cultura possam ser determinantes nos níveis de desempenho empresarial. Independentemente de se tratar de sociedade civil ou potenciais investidores, estes fatores não podem ser atendidos como determinantes da *performance*. No que diz respeito às variáveis internas à organização e que são de interesse tanto do público em geral (no caso da ROA que é uma variável sobejamente conhecida pelo público em geral atento à evolução e crescimento da economia por via dos resultados internos que as empresas geram) como do próprio gestor (no caso da margem do EBITDA que é um dos objetivos diretos do gestor), estas novas variáveis têm algum impacto. Relativamente à ROA, a religião está positivamente relacionada com esta medida de *performance*, sugerindo que nas sociedades religiosas (com predomínio da religião católica) há uma tendência a que sejam menos egoístas e os empresários cuidam do bem-estar social dos seus funcionários, o que poderá contribuir para maior motivação profissional e logo mais resultados e *performance*. Este resultado corrobora a hipótese 5, de acordo com Lu *et al.*, (2020). No que concerne ao individualismo, o sinal negativo e significativo revela que nas sociedades individualistas, os gestores e funcionários, preocupam-se mais com os seus interesses, não favorecendo em nada os trabalhos de equipa, sendo uma desvantagem para o negócio e conduzindo a piores níveis de *performance*. Este resultado vai ao encontro do obtido por Flynn *et al.*, (2006) ou por Halkos *et al.*, (2008).

Uma vez mais se percebe que os sinais e significância para a variável Margem do EBITDA são diferentes dos obtidos para a ROA o que reforça que também os *stakeholders* são diferentes. Neste caso, a religião não tem qualquer influência para o que o gestor considera ser a melhor *performance*, mas as variáveis culturais são ambas

---

importantes na explicação dos níveis de desempenho. O individualismo permite ao gestor práticas de gestão mais sofisticadas, que ele domina, e que podem contribuir para melhorar a Margem do EBITDA. Este resultado está de acordo com as conclusões de Van Hoorn (2014). Quanto ao índice de distância ao poder, o sinal positivo revela que quanto maior a possibilidade de práticas de gestão questionáveis maior liberdade do gestor terá para “manusear” os recursos à sua disposição de forma a melhorar o seu desempenho. No fundo, quem tem poder tem privilégios e usa-os para o seu reconhecimento pessoal. Este resultado acompanha o anterior, enfatizando que de facto a margem do EBITDA é uma variável intrínseca à gestão.

**Tabela 8:** Resultados de Estimação do Modelo com a interação das variáveis culturais com a *Leverage*, com as variáveis dependentes ROA e MgEBITDA

<i>Performance Empresarial</i>									
	ROA					MgEBITDA			
	Coef.	Erro Padrão	Z	P-Value		Coef.	Erro Padrão	Z	P-Value
<b>Constante</b>	<b>0.093</b>	<b>0.132</b>	<b>0.70</b>	<b>0.483</b>	<b>Constante</b>	<b>-49.272</b>	<b>14.291</b>	<b>-3.45</b>	<b>0.001 ***</b>
ROA (L1)	0.022	0.006	3.62	0.000 ***	MgEBITDA (L1)	0.405	0.041	9.77	0.000 ***
LevIDV	-0.012	0.001	-10.31	0.000 ***	LevIDV	-0.116	0.145	-0.80	0.422
LevPDI	0.009	0.001	8.32	0.000 ***	LevPDI	0.055	0.135	0.41	0.683
Size	-0.022	0.008	-2.75	0.006 ***	Size	5.138	1.105	4.65	0.000 ***
PIB	0.0007	0.0003	2.05	0.040 **	PIB	-0.050	0.039	-1.29	0.196
CPI	0.0002	0.0005	0.37	0.711	CPI	0.124	0.070	1.76	0.079 *
Religião	0.473	0.106	4.46	0.000 ***	Religião	-16.798	8.882	-1.89	0.059 *
Wald			249.13	0.000	Wald			146.50	0.000
Sargan			50.148	0.283	Sargan			41.521	0.147
Arellano-Bond					Arellano-Bond				
m1			-1.5162	0.130	m1			-6.356	0.135
m2			-1.5172	0.129	m2			0.953	0.341

A regressão é realizada pelo painel de dados não balanceados. Os painéis correspondentes às variáveis dependentes, ROA e MgEBITDA, são constituídos por 502 empresas e 4 519 observações. As variáveis estão devidamente definidas na secção 3 – Dados, Variáveis e Metodologia, mais concretamente no ponto 3.2 – Variáveis. De salientar que: i) \*, \*\*, e \*\*\* indica os níveis de significância a 10%, 5% e 1%, respetivamente; ii) O teste de Wald apresenta um p-value menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como  $\chi^2$  sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parênteses; iii) O teste de Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parênteses do teste representam os graus de liberdade; iv) O teste m(1) tem distribuição normal N(0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste m(2) tem distribuição normal N(0,1) e com um p-value superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

**Tabela 9:** Resultados de Estimação do Modelo com a interação das variáveis culturais com a *Leverage*, com as variáveis dependentes Tobin's Q e Return

<i>Performance Empresarial</i>									
	TobinsQ					Return			
	Coef.	Erro Padrão	Z	P-Value		Coef.	Erro Padrão	Z	P-Value
<b>Constante</b>	<b>3.539</b>	<b>0.747</b>	<b>4.74</b>	<b>0.000 ***</b>	<b>Constante</b>	<b>0.592</b>	<b>0.374</b>	<b>1.58</b>	<b>0.113</b>
TobinsQ (L1)	0.337	0.006	61.09	0.000 ***	Return (L1)	-0.186	0.018	-10.63	0.000 ***
LevIDV	0.001	0.003	0.44	0.657	LevIDV	-0.002	0.002	-0.97	0.333
LevPDI	-0.006	0.003	-2.09	0.036 **	LevPDI	0.001	0.003	0.38	0.701
Size	-0.331	0.050	-6.65	0.000 ***	Size	0.005	0.030	0.15	0.879
PIB	0.007	0.002	3.31	0.001 ***	PIB	-0.022	0.003	-6.39	0.000 ***
CPI	-0.003	0.002	-1.69	0.091 *	CPI	-0.011	0.004	-2.70	0.007 ***
Religião	2.006	0.387	5.18	0.000 ***	Religião	-0.021	0.088	-0.24	0.809
Wald			7465.8	0.000	Wald			205.03	0.000
Sargan			64.464	0.299	Sargan			206.35	0.478
Arellano-Bond					Arellano-Bond				
m1			-3.628	0.132	m1			-9.537	0.271
m2			1.4636	0.1433	m2			0.512	0.609

A regressão é realizada pelo painel de dados não balanceados. Os painéis correspondentes às variáveis dependentes, TobinsQ e Return, são constituídos por 502 empresas e 4 519 observações. As variáveis estão devidamente definidas na seção 3 – Dados, Variáveis e Metodologia, mais concretamente no ponto 3.2 – Variáveis. De salientar que: i) \*, \*\*, e \*\*\* indica os níveis de significância a 10%, 5% e 1%, respetivamente; ii) O teste de Wald apresenta um p-value menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como  $\chi^2$  sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parênteses; iii) O teste de Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parênteses do teste representam os graus de liberdade; iv) O teste m(1) tem distribuição normal N(0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste m(2) tem distribuição normal N(0,1) e com um p-value superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

Por fim, e atendendo às características comuns aos países em análise, damos um passo em frente relativamente a outros estudos já elaborados e tentamos perceber qual o impacto da variável *leverage* com interações culturais na *performance* destas empresas.

A interação da variável de endividamento com o individualismo vs coletivismo, apresenta um sinal negativo e estatisticamente significativo a um nível de significância de 1%, quando se analisa a ROA. Com efeito, corrobora-se a hipótese 6, podendo ser explicado pelo facto, das empresas com gestores individualistas, menos preocupados com trabalhos em equipa, estarem também mais sujeitos ao escrutínio do público em geral e nessa medida, mais dívida implica mais encargos e pagamentos periódicos o que se traduzirá numa redução da *performance* empresarial. De salientar que esta variável, LEVIDV, não é significativa em mais nenhuma situação o que significa que tanto o gestor como os potenciais investidores, creem que as decisões individualistas acerca de mais ou menos endividamento não condicionam os níveis de *performance*. Relativamente à variável de *leverage* com interação com o índice de distância ao poder, o sinal e significância menos expetável é o obtido com a variável de *performance* ROA. De facto, o sinal positivo com a ROA revela que quanto maior a possibilidade de práticas de gestão questionáveis maior liberdade do gestor para obter benefícios da dívida e a perceção do público, em geral, é de que as medidas de gestão interna são deliberadas em função de maior desempenho. Pela primeira vez a relação entre dívida e *performance* usando a ROA e o Q de Tobin difere, o que pode querer sugerir que no mercado, em que o nível de literacia financeira pode ser mais dispare e condicionado pelo comportamento de “manada”, do que internamente à organização, os *stakeholders* veem a liberdade do gestor como algo que poderá conduzir a níveis de endividamento que prejudicam a *performance* das empresas.

Em suma, o nosso modelo com interações vem reforçar alguns dos resultados obtidos anteriormente. As variáveis com um desfasamento continuam a manter o mesmo sinal e significância. Também a dimensão empresarial e o PIB se mantêm inalterados, em termos de sinal e significância, relativamente aos modelos anteriores (aquando da introdução das variáveis de religião e culturais no modelo-base). A variável de corrupção, em termos de opinião pública, aparece muito constante, com uma única alteração relativa ao Q de Tobin, que surge com uma relação negativa e significativa, o que sugere que quando a dívida é introduzida como variável de interação às dimensões culturais, os *stakeholders* têm um entendimento semelhante aos potenciais investidores. Também em termos de

*Cultura e Religião: O que determina a performance empresarial em diferentes ambientes macroeconómicos?*

---

*stakeholders* mais internos à organização o CPI mantém o mesmo sinal e significância para gestão, mas deixa de ser significativo para o público em geral já que na ROA não tem qualquer significado. Ou seja, quando a dívida influenciada pela cultura é colocada como pano de fundo, o índice de corrupção do país deixa de ter influência na opinião do público já que podem considerar que de facto é uma decisão secundária.

## **CONCLUSÃO**

O presente estudo teve como objetivo analisar os fatores que determinam a *performance* empresarial em diferentes ambientes macroeconómicos, na última década do século XXI, de 2011 a 2020. Para alcançar o objetivo proposto, utilizando a metodologia de dados em painel, especificamente o *GMM system*, foi utilizada uma amostra constituída por 502 empresas de cinco países, os denominados “GIPSI”, Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha.

Em linha com os resultados de Vieira *et al.*, (2019), os nossos resultados mostram que os determinantes da *performance* das empresas, variam em função das variáveis consideradas na avaliação da *performance*. Concretamente, os resultados obtidos pela estimação do nosso modelo base revelaram que o sinal e significância das variáveis podem variar consoante a medida de *performance* utilizada e que a ROA é uma variável interna, mas de reconhecimento global, interessando a um conjunto de *stakeholders* muito mais alargado do que a Margem do EBITDA que interessa fundamentalmente a quem gere os recursos internamente. Também nas variáveis de mercado, o sinal e significância das variáveis difere sendo que para a medida de *performance* “Return” o PIB e o índice de perceção de corrupção são determinantes na explicação dos níveis de desempenho pois que a perceção de um investidor é de que mais corrupção possa provocar maiores níveis de desigualdade e ineficientes decisões de gestão. No que respeita ao PIB, o sinal negativo e significativo sugere que existe uma relação inversa entre a atividade económica e o PIB e que mais PIB pode conduzir a menor produtividade na sequência de maior competitividade e, por conseguinte, a menor *performance*. Este resultado permite adicionar o primeiro contributo deste trabalho na medida em que, em trabalhos científicos futuros, a variável “return” será mais adequada para captar a sensibilidade do investidor do que propriamente o Q de Tobin.

Quando se introduzem as variáveis de religião e culturais ao modelo base, as variáveis específicas e macroeconómicas mantêm, em geral, o mesmo sinal e significância. De ressaltar que nenhuma delas tem relevância na explicação da *performance* quando se consideram variáveis de mercado na sua avaliação o que pode sugerir que os *stakeholders* externos à empresa, incluindo os potenciais investidores, não consideram que nem a religião nem a cultura possam ser decisivas nos níveis de desempenho empresarial. Em rigor, independentemente de se tratar de sociedade civil ou potenciais investidores, estes

fatores não podem ser atendidos como determinantes da *performance*. A religião apenas é significativa quando se usa a ROA como medida de *performance* sugerindo que nas sociedades religiosas, com predominância da religião católica, há uma tendência a que sejam menos egoístas e os gestores cuidam do bem-estar social dos seus funcionários, o que poderá contribuir para maior motivação profissional e logo mais *performance*, na perspetiva da sociedade civil atenta à gestão das empresas. No que se refere à margem do EBITDA, como medida de *performance* que depende diretamente das decisões do gestor, é de salientar que tanto o individualismo como o índice de distância ao poder são positivos e significativos, o que significa que o gestor se valoriza, que tem excesso de confiança, pretendendo o destaque individual e melhorando a *performance* da empresa que gere. Do mesmo modo nas sociedades onde as desigualdades são aceites e os superiores inacessíveis, onde “quem pode manda”, mais uma vez se verifica uma relação positiva com o desempenho, sugerindo que o gestor crê que ele é de facto o mais habilitado a tomar decisões que melhorem a *performance* empresarial.

Quando se introduz o fator moderador entre as variáveis culturais e o endividamento, traduzindo-se este facto como mais um importante e original contributo científico, os resultados evidenciam que a interação entre *leverage* e IDV não é significativa em nenhum modelo a não ser quando se usa a ROA como medida de desempenho. De facto, gestores individualistas, menos preocupados com trabalhos em equipa, estão também mais sujeitos ao escrutínio do público em geral e nessa medida, mais dívida implica mais encargos e pagamentos periódicos o que se traduzirá numa redução da *performance* empresarial. Por outro lado, tanto o gestor como os potenciais investidores, creem que as decisões individualistas acerca de mais ou menos endividamento não condicionam os níveis de *performance*. Relativamente à variável de *leverage* com interação com o índice de distância ao poder, salienta-se um sinal positivo com a ROA, não esperado, que sugere que quanto maior a possibilidade de práticas de gestão questionáveis maior liberdade do gestor para obter benefícios da dívida e a perceção do público, em geral, é de que as medidas de gestão interna são deliberadas em função de maior desempenho. Pela primeira vez a relação entre dívida e *performance* usando a ROA e o Q de Tobin difere, o que pode querer sugerir que no mercado, em que o nível de literacia financeira pode ser mais dispare e condicionado pelo comportamento de “manada”, do que internamente à

organização, os *stakeholders* veem a liberdade do gestor como algo que poderá conduzir a níveis de endividamento que prejudicam a *performance* das empresas.

Por fim, um importante contributo deste trabalho, tanto para gestores como para potenciais investidores ou sociedade civil, é que permite perceber que enquanto a ROA e o Tobins'Q são variáveis de interesse genérico, à sociedade civil com interesse na contabilidade e no valor de mercado da empresa respetivamente, enquanto que a Margem do EBITDA e o Return são variáveis de cariz específico devendo ser usadas quando se pretende aferir os determinantes da *performance* atendendo aquilo que são as específicas regras de gestão por parte do CEO e a especificidade do investidor que percebe melhor o que significa a rendibilidade da ação/da carteira do que propriamente o Q de Tobin, nomeadamente antes de considerar a religião e os fatores culturais.

A presente dissertação apresenta como principais limitações o facto de nem todas as empresas apresentarem dados completos que permitissem tratamento estatístico e o facto da literatura relacionada com religião e dimensões culturais d Hofstede ser ainda parca.

Para futura investigação, seria interessante obter dados de outros países de diferentes sistemas legais, introduzindo variáveis de *corporate governance* e de Sustentabilidade empresarial.

## 2 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adam Jr, E. E. (1994). Alternative quality improvement practices and organization performance. *Journal of Operations Management*, 12(1), 27-44. [https://doi.org/10.1016/0272-6963\(94\)90004-3](https://doi.org/10.1016/0272-6963(94)90004-3)
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297. <https://doi.org/10.2307/2297968>
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of econometrics*, 68(1), 29-51. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D)
- Audia, P. G., & Greve, H. R. (2006). Less likely to fail: Low performance, firm size, and factory expansion in the shipbuilding industry. *Management science*, 52(1), 83-94. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1050.0446>
- Ayaydın, H., & Hayaloglu, P. (2014). The effect of corruption on firm growth: evidence from firms in Turkey. *Asian Economic and Financial Review*, 4(5), 607-624.
- Azeez, A. A. (2015). Corporate governance and firm performance: evidence from Sri Lanka. *Journal of Finance*, 3(1), 180-189.
- Badu, L. A., & Appiah, K. O. (2017). The impact of corporate board size on firm performance: Evidence from Ghana and Nigeria. *Research in Business and Management*, 4(2), 1-12. <http://dx.doi.org/10.5296/rbm.v4i2.11721>
- Baier, C., Hartmann, E., & Moser, R. (2008). Strategic alignment and purchasing efficacy: an exploratory analysis of their impact on financial performance. *Journal of Supply Chain Management*, 44(4), 36-52. <https://doi.org/10.1111/j.1745-493X.2008.00071.x>
- Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.
- Baxamusa, M., & Jalal, A. (2014). Does religion affect capital structure?. *Research in International Business and Finance*, 31, 112-131. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.09.003>

Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of corporate finance*, 14(3), 257-273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.006>

Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)

Carney, M., Estrin, S., Liang, Z., & Shapiro, D. (2019). National institutional systems, foreign ownership and firm performance: The case of understudied countries. *Journal of World Business*, 54(4), 244-257. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2018.03.003>

Chan, A. T., Ngai, E. W., & Moon, K. K. (2017). The effects of strategic and manufacturing flexibilities and supply chain agility on firm performance in the fashion industry. *European Journal of Operational Research*, 259(2), 486-499. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2016.11.006>

Cohen, J. R., Pant, L. W., & Sharp, D. J. (1996). A methodological note on cross-cultural accounting ethics research. *The International Journal of Accounting*, 31(1), 55-66. [https://doi.org/10.1016/S0020-7063\(96\)90013-8](https://doi.org/10.1016/S0020-7063(96)90013-8)

Díez-Esteban, J. M., Farinha, J. B., & García-Gómez, C. D. (2019). Are religion and culture relevant for corporate risk-taking? International evidence. *BRQ Business Research Quarterly*, 22(1), 36-55. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2018.06.003>

El Ghoul, S., Guedhami, O., Ni, Y., Pittman, J., & Saadi, S. (2012). Does religion matter to equity pricing?. *Journal of Business Ethics*, 111(4), 491-518. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1213-x>

Fisman, R., & Svensson, J. (2007). Are corruption and taxation really harmful to growth? Firm level evidence. *Journal of development economics*, 83(1), 63-75. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2005.09.009>

Flynn, B. B., & Saladin, B. (2006). Relevance of Baldrige constructs in an international context: A study of national culture. *Journal of Operations Management*, 24(5), 583-603. <https://doi.org/10.1016/j.jom.2005.09.002>

Fredrickson, J. and Mitchell, T. (1984). Strategic decision processes: comprehensiveness and performance within an industry with an unstable environment, *Academy of Management Journal*, 27(2), 399-423.

Frijns, B., Dodd, O., & Cimerova, H. (2016). The impact of cultural diversity in corporate boards on firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 41, 521-541. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.07.014>

Gaviria, A. (2002). Assessing the effects of corruption and crime on firm performance: evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 3(3), 245-268. [https://doi.org/10.1016/S1566-0141\(02\)00024-9](https://doi.org/10.1016/S1566-0141(02)00024-9)

Goddard, J., Tavakoli, M. and Wilson, J.O.S. (2005). Determinants of profitability in European manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model, *Applied Financial Economics*, 15(18), 1269-1282. <https://doi.org/10.1080/09603100500387139>

Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2006). Does culture affect economic outcomes?. *Journal of Economic perspectives*, 20(2), 23-48. <https://doi.org/10.1257/jep.20.2.23>

Hadlock, C. and James, C. (2002). “Do banks provide financial slack?”, *Journal of Finance*, 57(3), 1383-1420. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00464>

Halkos, G. E., & Tzeremes, N. G. (2008). Does the Home Country's National Culture Affect MNCs' Performance? Empirical Evidence of the World's Top 100 East–West Non-financial MNCs. *Global Economic Review*, 37(4), 405-427. <https://doi.org/10.1080/12265080802480811>

Harrison, J. S., & Freeman, R. E. (1999). Stakeholders, social responsibility, and performance: Empirical evidence and theoretical perspectives. *Academy of management Journal*, 42(5), 479-485. <https://doi.org/10.5465/256971>

Ho, F. N., Wang, H. M. D., & Vitell, S. J. (2012). A global analysis of corporate social performance: The effects of cultural and geographic environments. *Journal of business ethics*, 107(4), 423-433. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1047-y>

Hofstede, G. (1983). The cultural relativity of organizational practices and theories. *Journal of international business studies*, 14(2), 75-89. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490867>

Hofstede, G. (2001). *Culture's consequences: Comparing values, behaviors, institutions and organizations across nations*. Sage publications. <https://doi.org/10.1177/031289620202700105>

Hofstede, G. (2006). What did GLOBE really measure? Researchers' minds versus respondents' minds. *Journal of international business studies*, 37(6), 882-896. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400233>

Hofstede, G., & Bond, M. H. (1988). The Confucius connection: From cultural roots to economic growth. *Organizational dynamics*, 16(4), 5-21. [https://doi.org/10.1016/0090-2616\(88\)90009-5](https://doi.org/10.1016/0090-2616(88)90009-5)

Hofstede, G., Hofstede, G. e Minkov, M. (2010). *Cultures and organizations: Software of the mind*. 3rd ed., McGraw-Hill USA. Available at <http://homecont.ro/pitagora/Hofstede-4-dimensiuni.pdf>

Hsiao, C. (1995). Panel analysis for metric data. In *Handbook of statistical modeling for the social and behavioral sciences* (pp. 361-400). Springer, Boston, MA. [https://doi.org/10.1007/978-1-4899-1292-3\\_7](https://doi.org/10.1007/978-1-4899-1292-3_7)

Hsiao, C. (2007). Panel data analysis—advantages and challenges. *Test*, 16(1), 1-22 (2007). <https://doi.org/10.1007/s11749-007-0046-x>

Ibhagui, O. W., & Olokoyo, F. O. (2018). Leverage and firm performance: New evidence on the role of firm size. *The North American Journal of Economics and Finance*, 45, 57-82. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.02.002>

Issah, M. and Antwi, S. (2017). Role of macroeconomic variables on firms' performance: evidence from the UK, *Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1-18. <https://doi.org/10.1080/23322039.2017.1405581>

Kang, H. C., Anderson, R. M., Eom, K. S., & Kang, S. K. (2017). Controlling shareholders' value, long-run firm value and short-term performance. *Journal of Corporate Finance*, 43, 340-353. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.013>

Kessapidou, S., & Varsakelis, N. C. (2002). The impact of national culture on international business performance: the case of foreign firms in Greece. *European Business Review*. 14(4), 268-275. <https://doi.org/10.1108/09555340210434456>

Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of corporate Finance*, 10(5), 703-728. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)

Klassen, R. D., & McLaughlin, C. P. (1996). The impact of environmental management on firm performance. *Management science*, 42(8), 1199-1214. <https://doi.org/10.1287/mnsc.42.8.1199>

Lee, J. (2009). "Does size matter in firm performance? Evidence from US public firms", *International Journal of the Economics of Business*, 16(2), 189-203. <https://doi.org/10.1080/13571510902917400>

Lee, R. P., & Grewal, R. (2004). Strategic responses to new technologies and their impact on firm performance. *Journal of Marketing*, 68(4), 157-171. <https://doi.org/10.1509/jmkg.68.4.157.42730>

Leff, N. H. (1964). Economic development through bureaucratic corruption. *American behavioral scientist*, 8(3), 8-14. <https://doi.org/10.1177/000276426400800303>

Leon, S. A. J. (2013). The impact of Capital Structure on Financial Performance of the listed manufacturing firms in Sri Lanka. *Global journal of commerce and management perspective*, 2(5), 56-62.

Leventis, S., Dedoulis, E., & Abdelsalam, O. (2018). The impact of religiosity on audit pricing. *Journal of Business Ethics*, 148(1), 53-78. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-3001-x>

Lien, D. H. D. (1986). A note on competitive bribery games. *Economics Letters*, 22(4), 337-341. [https://doi.org/10.1016/0165-1765\(86\)90093-5](https://doi.org/10.1016/0165-1765(86)90093-5)

Lu, L., & Wu, Y. (2020). Does religion enhance firm performance? Evidence from private firms in China. *China Economic Review*, 101480. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2020.101480>

Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of banking & finance*, 34(3), 621-632. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.023>

McNamara, R., & Duncan, K. (1995). *Firm performance and macro-economic variables*. Bond University, School of Business.

Musallam, S.R.M. (2020). Effects of board characteristics, audit committee and risk management on corporate performance: evidence from Palestinian listed

companies, *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 13 (4), 691-706. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-12-2017-0347>

Neves, M. E. D. (2018). Payout and firm's catering. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 14 No. 1, pp. 2-22. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2017-0055>

Neves, E., Batista L., Dias, A & Lisboa, I. (2021). What factors can explain the performance of energy companies in Portugal? Panel Data evidence. *International journal of productivity and performance management*, (forthcoming). <https://doi.org/10.1108/IJPPM-01-2021-0057>.

Neves, M. E. D., Fernandes, C. M., & Martins, P. C. (2019). Are ETFs good vehicles for diversification? New evidence for critical investment periods. *Borsa Istanbul Review*, 19(2), 149-157. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.01.002>

Neves, M. E., Henriques, C., & Vilas, J. (2019). Financial performance assessment of electricity companies: Evidence from Portugal. *Operational Research*, 1-49. <https://doi.org/10.1007/s12351-019-00504-1>

Neves, E., & Proença, C. (2021). Intellectual capital and financial performance: evidence from Portuguese banks. *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, 18(1), 93-108. <https://doi.org/10.1504/IJLIC.2021.113658>

Neves, M. E., Serrasqueiro, Z., Dias, A., & Hermano, C. (2020). Capital structure decisions in a period of economic intervention. *International Journal of Accounting & Information Management*. 28(3), 465-495. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-08-2019-0094>

Olokoyo, F. O. (2013). Capital structure and corporate performance of Nigerian quoted firms: A panel data approach. *African Development Review*, 25(3), 358-369. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8268.2013.12034.x>

Oyserman, D., Coon, H. M., & Kemmelmeier, M. (2002). Rethinking individualism and collectivism: Evaluation of theoretical assumptions and meta-analyses. *Psychological Bulletin*, 128(1), 3-72. <https://doi.org/10.1037/0033-2909.128.1.3>

Pais, M. A., & Gama, P. M. (2015). Working capital management and SMEs profitability: Portuguese evidence. *International journal of managerial finance*, 11(3), 341-358. <https://doi.org/10.1108/IJMF-11-2014-0170>

Pantea, M., Gligor, D., & Anis, C. (2014). Economic determinants of Romanian firms' financial performance. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 124, 272-281. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.02.486>

Pearce, J., Freeman, E. and Robinson, R. (1987). The tenuous link between formal strategic planning and performance, *Academy of Management Review*, 12(4), 658-675.

Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148-160. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.07.001>

Ringov, D., & Zollo, M. (2007). The impact of national culture on corporate social performance. *Corporate Governance*, 7(4), 476-485. <https://doi.org/10.1108/14720700710820551>

Ruland, W., & Zhou, P. (2005). Debt, diversification, and valuation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 25(3), 277-291. <https://doi.org/10.1007/s11156-005-4768-0>

Sahakyan, N., & Stiegert, K. W. (2012). Corruption and firm performance. *Eastern European Economics*, 50(6), 5-27. <https://doi.org/10.2753/EEE0012-8775500601>.

Sandoval, E. (2001). Financial performance measures and shareholder value creation: an empirical study for Chilean companies”, *Journal of Applied Business Research*, 17(3), 109-123. <https://doi.org/10.19030/jabr.v17i3.2239>

Santos, J. B., & Brito, L. A. L. (2012). Toward a subjective measurement model for firm performance. *BAR-Brazilian Administration Review*, 9(SPE), 95-117. <https://doi.org/10.1590/S1807-76922012000500007>

Shahbaz, M., Karaman, A. S., Kilic, M., & Uyar, A. (2020). Board attributes, CSR engagement, and corporate performance: What is the nexus in the energy sector?. *Energy Policy*, 143, 111582. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2020.111582>

Serrasqueiro, Z. S., & Nunes, P. M. (2008). Performance and size: empirical evidence from Portuguese SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 195-217. <https://doi.org/10.1007/s11187-007-9092-8>

Tan, Y., & Floros, C. (2012). Bank profitability and GDP growth in China: a note. *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, 10(3), 267-273. <https://doi.org/10.1080/14765284.2012.703541>

Terjesen, S., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management & Governance*, 20(3), 447-483. <https://doi.org/10.1007/s10997-014-9307-8>

Triandis, H. C., Bontempo, R., Betancourt, H., Bond, M., Leung, K., Brenes, A., ... & Sinha, J. B. (1986). The measurement of the etic aspects of individualism and collectivism across cultures. *Australian journal of Psychology*, 38(3), 257-267.

Van Hoorn, A. (2014). Individualism and the cultural roots of management practices. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 99, 53-68. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2013.12.020>

Venaik, S., & Brewer, P. (2010). Avoiding uncertainty in Hofstede and GLOBE. *Journal of international business studies*, 41(8), 1294-1315. <https://doi.org/10.1057/jibs.2009.96>

Vial, V., & Hanoteau, J. (2010). Corruption, manufacturing plant growth, and the Asian paradox: Indonesian evidence. *World Development*, 38(5), 693-705. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2009.11.022>

Vieira, E. S., Neves, M. E., & Dias, A. G. (2019). Determinants of Portuguese firms' financial performance: panel data evidence. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 68(7), 1323-1342. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-06-2018-0210>

Vintila, G. and Nenu, E.A. (2015). An analysis of determinants of corporate financial performance: evidence from the Bucharest stock exchange listed companies, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(3), 732-739

Wahjudi, D., Singgih, M. L., Suwignjo, P., & Baihaqi, I. (2016). The relationship between organisational culture and firm performance: an empirical study on Indonesian manufacturing firms. *International Journal of Productivity and Quality Management*, 18(1), 1-18. <https://doi.org/10.1504/IJPQM.2016.075702>

Wang, D., & Esqueda, O. A. (2014). National cultural effects on leverage decisions: Evidence from emerging-market ADRs. *Research in International Business and Finance*, 31, 152-177. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.06.006>

Williams, C. C., & Kedir, A. M. (2016). The impacts of corruption on firm performance: Some lessons from 40 African countries. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 21(04), 1650022. <https://doi.org/10.1142/S1084946716500229>

Yang, C. H., & Chen, K. H. (2009). Are small firms less efficient?. *Small Business Economics*, 32(4), 375-395. <https://doi.org/10.1007/s11187-007-9082-x>

Yilmaz, C., Alpkan, L., & Ergun, E. (2005). Cultural determinants of customer-and learning-oriented value systems and their joint effects on firm performance. *Journal of business research*, 58(10), 1340-1352. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2004.06.002>

Zeitun, R., & Saleh, A. S. (2015). Dynamic performance, financial leverage and financial crisis: evidence from GCC countries. *EuroMed Journal of Business*, 10 (2), 147-162. <https://doi.org/10.1108/EMJB-08-2014-0022>

## **ANEXOS**

## **ANEXO 1**

---

## **ANEXO 1- Principal Component Analysis**

Uma vez que as variáveis culturais estão muito correlacionadas, a utilização da técnica estatística multivariada PCA revelou-se fundamental para investigar quais os fatores relevantes na estimação do modelo GMM.

Correlação: PDI, IDV, MAS, UAV, LTO, IVR

(obs = 4,028)

---

	<b>PDI</b>	<b>IDV</b>	<b>MAS</b>	<b>UAV</b>	<b>LTO</b>	<b>IVR</b>
<b>PDI</b>	1.000					
<b>IDV</b>	-0.6841	1.0000				
<b>MAS</b>	-0.5871	0.7318	1.0000			
<b>UAV</b>	0.9858	-0.7382	-0.5224	1.0000		
<b>LTO</b>	0.2206	0.5285	0.4497	0.1712	1.0000	
<b>IVR</b>	-0.2834	-0.4368	-0.1861	-0.1914	-0.7850	1.0000

---

PCA: PDI, IDV, MAS, UAV, LTO, IVR

Principais componentes/correlação

Número de obs. = 4,028

Número de comp. = 4

Trace = 6

Rho = 1.000

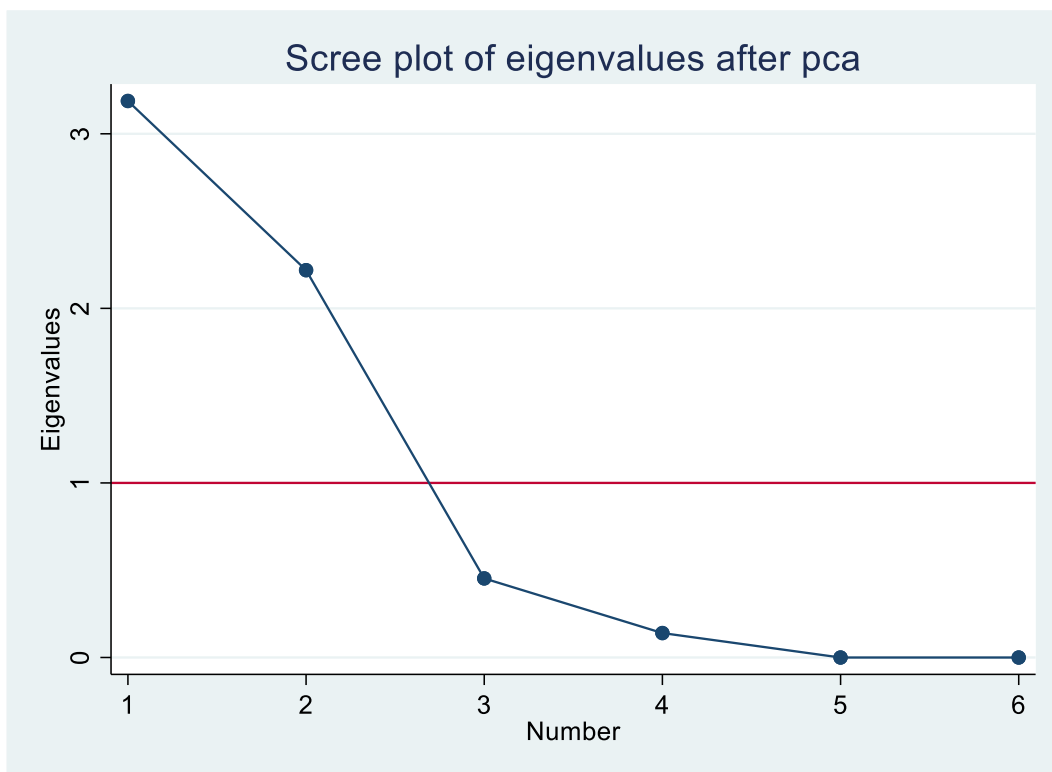
*Cultura e Religião: O que determina a performance empresarial em diferentes ambientes macroeconómicos?*

---

<i>Component</i>	<b>Eigenvalue</b>	<b>Difference</b>	<b>Proportion</b>	<b>Cumulative</b>
Comp1	3.188	0.969	0.531	0.531
Comp2	2.219	1.766	0.370	0.901
Comp3	0.453	0.313	0.076	0.977
Comp4	0.140	0.140	0.023	1.000
Comp5	0.000	0.000	0.000	1.000
Comp6	0.000	.	0.000	1.000

Principais componentes (eigenvectors)

<i>Variáveis</i>	<b>Comp1</b>	<b>Comp2</b>	<b>Comp3</b>	<b>Comp4</b>	<b>Unexplained</b>
PDI	-0.477	0.349	0.094	0.053	0
IDV	0.531	0.169	-0.251	0.265	0
MAS	0.466	0.119	0.746	-0.431	0
UAV	-0.482	0.310	0.315	-0.084	0
LTO	0.176	0.613	0.191	0.612	0
IVR	-0.105	<b>-0.603</b>	0.487	0.600	0



Só o primeiro e segundo fator explicam 90% informação, por esse motivo serão o PDI e o IDV a incluir no modelo.