



Instituto Politécnico de Coimbra
Instituto Superior de Contabilidade
e Administração de Coimbra

Daniela Sofia Costa Almeida

A dimensão cultural tem influência nas decisões financeiras?
Nova Evidência usando dados em painel num contexto macroeconómico europeu

A dimensão cultural tem influência nas decisões financeiras?

Daniela Sofia Costa Almeida

ISCAC | 2020

Coimbra, julho de 2020



Instituto Politécnico de Coimbra
Instituto Superior de Contabilidade
e Administração de Coimbra

Daniela Sofia Costa Almeida

A dimensão cultural tem influência nas decisões
financeiras?
Nova Evidência usando dados em painel num contexto
macroeconómico europeu

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 Doutora Maria Elisabete Neves.

Coimbra, julho de 2020

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

Ao meu avô, a força da família.

Agradecimentos

Este espaço é dedicado a todos os que, direta ou indiretamente, contribuíram para a realização desta dissertação. Porque nada se conquista sozinho, deixo aqui o meu sincero agradecimento a todos eles.

Um agradecimento especial à minha orientadora, Professora Doutora Maria Elisabete Duarte Neves, por ser uma verdadeira fonte de inspiração e um exemplo de que podemos ser tudo na vida. Obrigada pelo suporte e incentivo, no seu escasso tempo do dia-a-dia, por sempre ter acreditado em mim e nunca me ter deixado baixar os braços.

À minha família, em especial aos meus pais, que não mediram esforços para que eu aqui chegasse, e que me tornaram na mulher que sou hoje. Os meus eternos fãs a quem eu serei eternamente grata.

Ao Santiago, pelo carinho e orgulho sempre tão presentes em tudo o que faço.

Resumo

Desde o pioneiro trabalho de Modigliani e Miller (1958) que a temática da estrutura de capital tem vindo a ganhar destaque na literatura empírica financeira. Todavia, devido à heterogeneidade dos resultados alcançados, ainda não foi possível chegar a uma conclusão única e de consenso global sobre o que de facto influencia as decisões da estrutura de capital.

As decisões financeiras tomadas pelos gestores de uma organização são de elevada importância pelo que requerem uma profunda análise acerca dos seus fatores explicativos. Esta tomada de decisão pode variar de sociedade em sociedade o que indicia que a diversidade cultural pode ter um forte impacto na estrutura de capital das empresas. De facto, o que distingue este trabalho de outros já elaborados, é o facto de se introduzirem variáveis culturais como fatores moderadores na determinação da estrutura de capital.

Assim, a presente dissertação visa desenvolver uma investigação empírica que procura compreender se os fatores culturais influenciam as decisões financeiras, em conjunto com outras características intrínsecas à gestão, fatores de desenvolvimento económico e religião, tendo por base uma amostra de 1.568 empresas pertencentes a 7 países, durante o período de 2010 a 2016. Para o efeito, utiliza-se a metodologia de dados em painel, especificamente, o método de estimação Generalized Method of Moments (GMM) desenvolvido por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998).

De uma forma geral, os resultados empíricos revelam que o fator moderador da cultura é fundamental na determinação da estrutura de capital, independentemente da origem legal das empresas. Neste estudo também foi possível observar que as decisões financeiras são determinadas pelas variáveis tradicionais da estrutura de capital, bem como pela variável macroeconómica PIB e pela religião, que demonstrou ter um importante papel na tomada de decisões, nomeadamente para os países *civil-law*.

Palavras-chave: Estrutura de Capital, Dimensões Culturais de Hofstede, Religião, Características intrínsecas à gestão.

Abstract

Since the pioneering work of Modigliani and Miller (1958), the theme of capital structure has been standing out in the empirical financial literature. However, due to the heterogeneity of the results achieved, it hasn't been yet possible to reach a single and globally agreed conclusion on what actually influences capital structure decisions.

The financial decisions made by the managers of an organization are of high importance and therefore require a thorough analysis of its explanatory factors. This decision-making can vary from society to society which indicates that cultural diversity can have a strong impact on the capital structure of companies. In fact, what distinguishes this work from others already done, is the fact that cultural variables are introduced as moderating factors in the determination of the capital structure.

Thus, the aim of this dissertation is to develop an empirical investigation that seeks to understand whether cultural factors influence financial decisions, together with other intrinsic features of management, economic development factors and religion, based on a sample of 1,568 companies from 7 countries, during the period from 2010 to 2016. For this purpose, the panel data methodology is used, specifically the Generalized Method of Moments (GMM) estimation method proposed by Arellano and Bover (1995) and Blundell and Bond (1998)

In general, the empirical results show that the moderating factor of culture is essential in determining the capital structure, regardless of the legal origin of the companies. In this study it was also possible to observe that financial decisions are determined by the traditional variables of the capital structure, as well as by the macroeconomic variable GDP and by religion, which has shown to have an important role in decision-making, specifically for *civil-law* countries.

Keywords: Capital Structure, Hofstede's Cultural Dimensions, Religion, Intrinsic features of management.

Índice

| | |
|---|----|
| Introdução | 1 |
| 1 Revisão da Literatura..... | 4 |
| 1.1 Estrutura de capital..... | 4 |
| 1.2 Variáveis específicas das empresas..... | 6 |
| 1.2.1 Rendibilidade do Ativo (Return on Assets - ROA) | 6 |
| 1.2.2 Dimensão da Empresa | 9 |
| 1.2.3 Oportunidades de crescimento..... | 12 |
| 1.3 Produto Interno Bruto - PIB | 14 |
| 1.4 Religião | 17 |
| 1.5 Dimensões culturais | 20 |
| 1.5.1 Individualismo vs coletivismo | 21 |
| 1.5.2 Aversão à incerteza | 23 |
| 1.5.3 Orientação para o longo prazo | 26 |
| 2 Metodologia de investigação | 27 |
| 2.1 Dados..... | 27 |
| 2.2 Variáveis a incluir no modelo | 29 |
| 2.3 Metodologia | 30 |
| 2.4 Modelo | 31 |
| 3 Apresentação e discussão dos resultados | 32 |
| 3.1 Estatísticas Descritivas..... | 32 |
| 3.2 Resultados dos dados em painel..... | 35 |
| 4 Conclusão | 49 |
| Referências bibliográficas..... | 51 |

Índice de tabelas

| | |
|--|----|
| Tabela 1 Descrição das Variáveis | 29 |
| Tabela 2 Estatísticas Descritivas para Amostra Global | 33 |
| Tabela 3 Estatísticas Descritivas para a amostra common-law | 34 |
| Tabela 4 Estatísticas Descritivas para a amostra civil-law | 34 |
| Tabela 5 Resultados do modelo 1 para as empresas que compõem a amostra Global, a amostra dos países civil-law e common-law | 36 |
| Tabela 6 Resultados do modelo 2 com interações para as empresas que compõem a amostra Global, a amostra dos países civil-law e common-law | 40 |
| Tabela 7 Resultados do modelo 3 com interações para as empresas que compõem a amostra Global, a amostra dos países civil-law e common-law | 43 |
| Tabela 8 Resultados do modelo 4 com interações para as empresas que compõem a amostra Global, a amostra dos países civil-law e common-law | 46 |

Lista de acrónimos, abreviaturas e siglas

| | |
|------|--|
| CEE | Europa Central e Oriental |
| CEO | <i>Chief Executive Officer</i> |
| CIA | <i>Central Intelligence Agency</i> |
| GMM | <i>Generalized Method of Moments</i> |
| IBM | <i>International Business Machines Corporation</i> |
| IND | Índice do Individualismo |
| Lev | <i>Leverage</i> |
| LTO | <i>Long-Term Orientation</i> |
| MENA | Médio Oriente e Norte de África |
| PIB | Produto Interno Bruto |
| PME | Pequenas e Médias Empresas |
| ROA | <i>Return on Assets</i> |
| SAD | Sociedade Anónima Desportiva |
| UAV | Índice de Aversão à Incerteza |
| VAL | Valor Atual Líquido |
| WVS | <i>World Values Survey</i> |

Introdução

Hofstede (1983) define cultura como a programação coletiva da mente que distingue os membros de um grupo humano de outro e, segundo Williamson (2000), instituições informais como a cultura, mudam muito lentamente ao longo do tempo - na ordem de séculos ou milénios. À semelhança, Wu (2016) define cultura como um sistema de valores compartilhados, crenças e atitudes que afetam percepções, preferências e comportamentos individuais, dependendo-se que o modo como os gestores se comportam em resposta à informação pode ser influenciada pela sua cultura.

Nas últimas décadas, múltiplos estudos têm sido realizados de forma a obter um conhecimento mais profundo dos efeitos da cultura no mundo das finanças: Kwok e Tadesse (2006) procuram estudar o motivo de os sistemas financeiros dos países Anglo-Saxónicos, EUA e do Reino Unido serem dominados por mercados de ações, enquanto que na Europa Continental e no Japão os bancos desempenham um papel predominante. Após uma cuidada e profunda análise, os autores concluíram que os países diferem conforme a organização das suas atividades financeiras, ou seja, a configuração do sistema financeiro de um país pode ser afetada pela sua cultura nacional.

No caso específico da dívida externa, esta fornece uma fonte de proteção de impostos sobre capital e juros, mas por outro lado reduz a independência da empresa e aumenta a probabilidade da existência de problemas financeiros podendo colocar a empresa em grande insegurança financeira (Li, Griffin, Yue, & Zhao, 2011). Assim o modo como os gestores contrabalançam o peso dos benefícios ao recorrer ao endividamento com os custos a si associados, pode variar conforme os seus valores culturais podendo assim a cultura ter um forte mérito nas decisões financeiras.

Curiosamente, o que se encontra em défice na literatura são pesquisas que tratem da possibilidade de os gestores serem condicionados a optar por estratégias específicas das empresas orientadas culturalmente, o que pode resultar em estruturas de capital únicas conforme as culturas. Isto é, ainda há uma compreensão limitada do papel que as forças comportamentais representam na estrutura de capital das empresas. É importante obter evidência empírica no sentido de perceber se há diferenças no volume e tipo de dívida em diferentes mercados.

Hilary e Hui (2009) sublinham que não são as empresas quem tomam as decisões, mas sim quem nelas trabalha, o que significa que as suas atitudes no quotidiano podem influenciar as suas decisões na empresa.

Assim sendo, o objetivo primordial da presente dissertação é compreender a conexão entre a estrutura de capital e a cultura, no sentido de mostrar se a dimensão cultural pode de facto ser vista como determinante da estrutura de capital das empresas.

Pelo que, os objetivos específicos desta dissertação são: i) Perceber quais as variáveis tradicionais, intrínsecas á própria gestão, que determinam a estrutura de capital das empresas e se estão em concordância com os resultados de estudos anteriores; ii) Compreender o efeito que a dimensão macroeconómica e a religião têm sobre a estrutura de capital e se esse efeito vai ao encontro dos resultados de estudos anteriores; iii) Mostrar que a dimensão cultural tem um efeito moderador na performance e dimensão das empresas sobre os níveis de endividamento; iv) Demonstrar que os determinantes do nível de endividamento podem ser diferentes consoante os países em análise sejam de origem legal *common-law* ou *civil-law*.

Nesta perspetiva o estudo foi elaborado tendo como base uma amostra onde constam as chamadas “*Big Companies*” de 7 países Europeus (Portugal, Espanha, Itália, França, Alemanha, Irlanda e Grécia) num período global de 7 anos (2010 a 2016). Para além de alguns serem países fronteiriços, a diversidade de sistemas institucionais oferece a oportunidade de uma melhor compreensão das influências culturais nas decisões de financiamento. É de salientar que este período abrange parte da crise do *subprime*, desencadeada pela concessão de empréstimos hipotecários de alto risco. A metodologia utilizada foi a metodologia de dados em painel considerando como variável dependente o *Leverage* que de acordo com a literatura existente, tem díspares definições sendo a mais comum “a quantia em termos percentuais de dinheiro emprestado usado para financiar os ativos de uma empresa” (Begulova & Lace, 2019).

A evidência empírica mostra que o fator moderador da cultura é fundamental na determinação da estrutura de capital, independentemente da origem legal das empresas.

A presente dissertação encontra-se estruturada em três Capítulos. No primeiro faz-se um levantamento das principais teorias e das mais importantes contribuições que têm emergido na literatura acerca do debate dos principais determinantes da estrutura de

capital e da importância da cultura na mesma. Em harmonia com a revisão da literatura, são colocadas as hipóteses a testar. No Capítulo 2 detalham-se os dados da amostra recolhida, a descrição das variáveis presentes no estudo, assim como a metodologia a adotar, o modelo empírico aplicado e o método de estimação. De seguida apresenta-se o terceiro Capítulo onde são reportados e debatidos os resultados obtidos nesta pesquisa, confrontando-se a evidência empírica com os outros estudos mencionados. Termina-se a dissertação com a apresentação da conclusão do estudo, enumerando as suas limitações e propondo linhas de investigação futura.

1 Revisão da Literatura

A presente secção apresenta primeiramente os principais contributos na explicação da importância das variáveis tradicionais na estrutura de capital, seguido da análise da importância das variáveis culturais o que levou à hipótese sobre a existência de uma relação entre a cultura e a estrutura de capital.

1.1 Estrutura de capital

Entende-se por estrutura de capital de uma empresa o modo como esta combina os seus recursos de modo a fazer face às suas necessidades financeiras: através de capitais próprios e/ou capitais alheios.

A teoria tradicional defendida por Durand (1952) suporta a existência de uma estrutura de capital ótima, definida por uma combinação entre capitais próprios e alheios que, minimizando o custo médio ponderado do seu capital, potencia o valor da empresa. Todavia, em 1958, Franco Modigliani e Merton Miller formulam uma teoria (teoria MM) que quebra o pensamento convencional: defendem que o valor de mercado de qualquer empresa é neutro da sua estrutura de capital. Consequentemente não devem existir preocupações em relação às decisões de financiamento das empresas. Esta abordagem tem como suporte os mercados de capitais perfeitos, baseando-se em alguns pressupostos tais como: inexistência de fricções no mercado (impostos, custos de transação e custos de falência); os investidores têm acesso à mesma informação possuindo um comportamento racional; as empresas são agrupadas em classes de rendimentos equivalentes; as expectativas dos investidores são homogéneas no que concerne à rentabilidade da empresa; as empresas e os indivíduos têm ao seu alcance o mercado do crédito com igual facilidade e à mesma taxa.

Em meados da década de 70, Jensen e Meckling foram os impulsionadores da Teoria da Agência que veio englobar os interesses dos gestores e dos detentores do capital próprio. Uma relação de agência é um contrato sobre o qual uma ou mais pessoas (os principais) selecionam outras pessoas (o agente) que recebem delegação para atuar e tomar decisões em seu nome (Jensen & Meckling, 1976). Essa relação implica alguns custos (custos de agência) como por exemplo os custos de elaboração de contratos entre o principal e o agente, e despesas de vigilância das atividades dos agentes pelo principal. Todavia, o agente não irá atuar sempre de acordo com os interesses do principal uma vez que cada

uma das partes envolvidas detém informação de forma exclusiva, usando-a para maximizar os seus próprios objetivos, acabando por prejudicar a outra parte. Em suma, a origem do problema da agência está no conflito de interesses entre agentes e principais, tendo subjacente a assimetria de informações. Conclui-se assim que a estrutura de capital das empresas pode ser influenciada pelos conflitos de agência existentes.

Alguns autores identificaram que muitas ferramentas para gerir as relações de agência (como a escolha da estrutura de capital ou a remuneração dos executivos) são frequentemente usadas de forma distinta em diferentes países (Nash & Patel, 2013). De acordo com Fan, Titman e Twite (2012), as escolhas de financiamento são determinadas por uma combinação de fatores que estão relacionados com as características da empresa, bem como com o seu ambiente institucional. Todavia, de acordo com Chui, Lloyd e Kwok (2002) pouco é sabido sobre o motivo de a estrutura de capital ser divergente conforme os países e segundo os mesmos, a cultura nacional é uma “peça em falta” no puzzle da estrutura de capital, sugerindo que esta é afetada pela cultura das empresas e que é uma linha de investigação ainda em aberto.

O recente estudo de Fauver e McDonald (2015) analisa as dimensões culturais e a sua interação com a estrutura de capital e características do *corporate governance*. Usando uma amostra de 13.000 empresas dos países do G20, durante o período de 1995 a 2009, os autores concluíram que os aumentos no índice de individualismo se encontram associados a aumentos na alavancagem da empresa, enquanto que os aumentos no índice de aversão à incerteza têm uma associação negativa com a alavancagem. Os resultados também mostram que a estrutura de capital nos mercados emergentes é consideravelmente menos afetada pela cultura nacional em relação aos países desenvolvidos.

Rothonis, Tran e Wu (2016) analisaram uma amostra de índices diários do mercado de ações de 49 países desenvolvidos e em desenvolvimento no período de 2003 a 2010, para perceber se a proximidade cultural pode influenciar as ligações de volatilidade nos mercados de ações. Concluíram que a distância cultural está inversamente relacionada com a força da volatilidade, sugerindo que as semelhanças culturais nos investidores provocam tendências no seu comportamento e nas suas reações à informação, relativamente às decisões financeiras.

O impacto da envolvente institucional na estrutura de capital e maturidade da dívida, foi também um tema já explorado. Fan et al. (2012) analisaram uma amostra de inúmeras empresas de 39 países onde concluíram que a diversidade existente na estrutura de capital nos-variados países pode ser explicada por fatores institucionais entre os quais: diferenças nas políticas fiscais, ambiente legal e a importância e regulamentação das instituições financeiras.

1.2 Variáveis específicas das empresas

1.2.1 Rendibilidade do Ativo (Return on Assets - ROA)

A rendibilidade é um notável indicador de performance que tem por objetivo fornecer uma visão acerca da capacidade de a empresa gerar resultados positivos através dos recursos gerados internamente (Cancela, Neves, Rodrigues & Dias, 2020). Apesar de este indicador ser bastante abordado na literatura, existem ideias contraditórias. A Teoria de *Pecking-Order* prevê que maior rendibilidade é sinónimo de maior criação interna de fluxos de caixa. Consequentemente maiores níveis de lucro reduzem a necessidade de recorrer à dívida.

Esta relação negativa entre a rendibilidade e a dívida é corroborada por Rajan e Zingales (1995). Estes autores defendem que no curto prazo os investimentos e os dividendos são fixos, e se o financiamento da dívida é a forma mais comum de financiamento externo, então as alterações no lucro estão correlacionadas negativamente com as alterações no endividamento.

Também em Londres, Akdal (2011) defende que empresas rentáveis preferem ter um baixo grau de endividamento, independentemente de haver um menor risco de falência associado a bons níveis de rendibilidade. Também La Rocca, La Rocca e Cariola (2011) corroboram esta posição afirmando que um maior nível de rendibilidade permite aos gestores serem menos dependentes dos credores para recursos financeiros.

Benkraiem e Gurau (2013) analisaram o poder de diversas características corporativas na estrutura de capital de pequenas e médias empresas (PME's) francesas ao longo de 4 anos. O estudo revela o favoritismo das pequenas e médias empresas mais rentáveis pelo autofinanciamento, uma vez que as empresas mantêm um alto grau de controlo e decisão. Por outro lado, se houver necessidade de financiamento externo, será privilegiado o de

curto prazo pois permite um maior grau de liberdade. Em último recurso recorre-se à dívida de longo prazo visto que, geralmente, tem condições mais restritivas.

Também Neves, Serrasqueiro, Dias e Hermano (2020), usando uma amostra de 37 grandes empresas e de 4.233 PME's no período 2010-2016, concluíram que a rendibilidade está negativamente relacionada com a dívida, tanto na dívida de curto prazo como na dívida de médio e longo prazo.

Para o universo da Região do Médio Oriente e Norte da África, Belkhir, Maghyereh e Awartani (2016) debruçaram-se sobre os determinantes de estrutura de capital na região utilizando uma amostra de 444 empresas em 10 países, tendo encontrado uma relação negativa entre a rendibilidade e a dívida. Para os autores a severa existência da assimetria de informação pode conduzir as empresas a depender principalmente de fundos gerados internamente para financiar os seus investimentos.

Também Singh (2016) em Omã, Szomko (2017) na Polónia e Zeitun, Temimi e Mimouni (2017) nos países do Conselho de Cooperação do Golfo, encontraram evidências que suportam uma relação negativa entre a rendibilidade e o endividamento.

Alternativamente, a Teoria de *Trade-Off* assume a existência de uma relação positiva entre a rendibilidade e dívida defendendo que empresas com maior rendibilidade podem usufruir de uma maior vantagem fiscal obtida pela dedução dos juros dos empréstimos. Além disso, empresas mais rentáveis deparam-se com menos custos de falência, o que contribui para um acréscimo da dívida.

No contexto da Teoria da Agência, Jensen (1986) afirma que os conflitos de agência entre acionistas e credores tornam-se mais severos quando a empresa gera um excesso de fluxo de caixa. De facto, a questão centra-se em como motivar os gestores a distribuir o dinheiro em vez de o investir abaixo do custo de capital ou desperdiçá-lo em ineficiências organizacionais. A resposta pode ser obtida através da opção pelo endividamento uma vez que o pagamento do serviço da dívida reduz o *cash-flow* disponível tornando o comportamento do gestor mais disciplinado, limitando-o a fazer investimentos de baixo rendimento e com Valor Atual Líquido (VAL) negativo.

Procurando estudar os determinantes empíricos da escolha da estrutura de capital e procurando mostrar de que maneira é que as empresas escolhem os instrumentos de financiamento num determinado momento e em diferentes contextos financeiros, Panno

(2003) utilizou duas diferentes amostras representativas de dois diferentes ambientes financeiros, o Reino Unido e Itália. O autor encontrou evidências de uma relação positiva entre a rentabilidade e o endividamento que se justifica pelo facto de empresas com maior rentabilidade usufruírem de uma maior vantagem tributária. Além disso, empresas mais lucrativas transmitem informações positivas aos investidores externos, resultando numa maior facilidade do aumento da dívida.

Na Índia, Kaur e Rao (2009) também defendem a existência de uma relação positiva entre o endividamento e a rentabilidade. Para os autores, as empresas rentáveis têm a capacidade de pagar uma grande quantidade de juros o que lhes permitirá obter proteção fiscal decorrente de um alto índice de endividamento.

Dasilas e Papasyriopoulos (2015) têm como objetivo clarificar a relação entre *corporate governance*, ratings de crédito e estrutura de capital de PME's e grandes empresas listadas na Grécia para o período de 2005 a 2010. Os autores identificaram uma relação positiva entre a rentabilidade e o nível de endividamento estando esta evidência alinhada com a teoria da *Trade-off*. Mais especificamente, todas as empresas listadas na Grécia são obrigadas a distribuir uma percentagem mínima dos seus lucros aos acionistas. Essa distribuição obrigatória de dividendos priva as empresas de acumularem os fundos internos necessários para financiarem os seus investimentos e o seu crescimento. Consequentemente, a empregabilidade da dívida parece ser uma opção alternativa racional de financiamento.

Em Portugal, Mota e Moreira (2017), analisando 26 empresas portuguesas com investimentos em Angola, durante o período de 2006 a 2010, também demonstraram a existência de uma relação positiva entre a rentabilidade e o endividamento.

Analisando a realidade da Malásia e da Indonésia, Ramli, Latan e Solovida (2019) testaram a relação entre os determinantes da estrutura de capital e o desempenho financeiro da empresa nos dois países. Para tal a amostra em análise consiste em 7.819 observações (5.975 relativas à Malásia e 1.844 relativas à Indonésia) ao longo de 20 anos. Os autores mostraram empiricamente uma relação positiva e significativa entre a dívida e a performance financeira das empresas na Malásia que se explica pela preferência do financiamento externo em vez do financiamento interno de forma a melhorar o desempenho financeiro. Todavia observa-se que caso o nível médio de alavancagem da empresa exceda os 45%, o seu desempenho financeiro tende a diminuir sendo por isso

aconselhável que as empresas da Malásia mantenham o seu nível médio de endividamento até 45%. O estudo também sugere que as empresas da Malásia que possuam fundos suficientes devem optar por uma decisão menos arriscada, uma vez que a Malásia é reconhecida como um país com características de um sistema *common-law*, já que o financiamento é feito com base no mercado de capitais e não como um país *civil-law*, cujo financiamento deriva fundamentalmente da banca (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1997).

Vários outros autores têm vindo a encontrar suporte empírico para esta abordagem. São exemplo, Westgaard, Eidet, Frydenberg e Grosås (2008), Zhang (2010), Gathogo e Ragui (2014).

Considerando a divergência de resultados na literatura prévia, propomos a primeira hipótese (sem sinal definido):

H1: Existe uma relação significativa entre a rendibilidade e o endividamento.

1.2.2 Dimensão da Empresa

Várias são as razões oferecidas pela literatura sobre a importância da dimensão da empresa como um determinante da estrutura de capital. A Teoria de *Trade-Off* prevê que empresas maiores têm uma maior capacidade de endividamento uma vez que são mais diversificadas e têm menor risco de falência.

Rajan e Zingales (1995) argumentam que empresas de maior dimensão, tendem a ser mais diversificadas nos seus negócios o que conduz a um menor risco de falência. Assumindo que a falência de uma empresa está associada à queda do seu valor, Warner (1977) defende que os custos de falência apresentam uma tendência crescente quando relacionadas com a dimensão da empresa. Além disso os bancos mostram-se mais predispostos a emprestar os seus fundos a empresas maiores: por um lado porque são mais diversificados e por outro porque grandes empresas geralmente solicitam maiores quantidades de capital de dívida do que as empresas menores (Wald, 1999). Como consequência, empresas maiores geralmente são capazes de reduzir os custos de transação associados à emissão de dívida de longo prazo e podem conseguir uma taxa de juros mais baixa.

A fim de testar se os determinantes da estrutura de capital nos países emergentes da Europa Central e Oriental (CEE) apoiam a teoria tradicional da estrutura de capital desenvolvida para explicar as economias ocidentais, Delcoure (2007) analisou uma amostra referente aos países da República Checa, Polónia, Rússia e Eslováquia. A amostra é composta por 129 empresas disponíveis na base de dados *Thomson Financial's Worldscope* durante o período de 1996 a 2002. Os resultados sugerem uma relação significativa entre a dimensão e a dívida de curto prazo. Todavia os autores corroboram uma relação negativa entre a dimensão e a dívida de longo prazo para a República Checa, Polónia e Eslováquia, atribuídas à existência de assimetrias de informação e a um estado subdesenvolvido do mercado de títulos nessas economias em transição.

Com o objetivo de explorar os fatores que afetam a estrutura de capital das indústrias manufatureiras do Paquistão, Ahmed Sheikh e Wang (2011) utilizaram dados em painel para uma amostra de 160 empresas listadas na Bolsa de Valores de Karachi durante o período de 2003 a 2007. Os autores mostram empiricamente uma significativa e positiva relação entre a dimensão e o endividamento o que vai ao encontro à Teoria de *Trade-Off*, sugerindo que empresas maiores devem operar com altos níveis de dívida devido à sua capacidade de diversificar o risco.

Para Palacín-Sánchez, Ramírez-Herrera e Di Pietro (2013) a relação positiva entre a dimensão e a dívida é explicada por empresas menores terem predisposição a reunir mais adversidades de informação assimétrica e suportar maiores níveis de risco.

Por seu turno, também Köksal e Orman (2015) demonstram que a dimensão das empresas está significativa e positivamente relacionada com o endividamento defendendo que a dimensão parece tornar-se relevante para decisões de alavancagem apenas quando as empresas são suficientemente grandes. Isso pode ser um indicador da existência de um "efeito limite" da dimensão, ou seja, mudanças de pouca relevância quantitativa em empresas cujo dimensão é inferior a certo limiar, têm pouco efeito na capacidade dessas empresas aumentarem a dívida externa.

Encontrando suporte na Teoria de *Trade-off* e num contexto português, Neves et al. (2020) encontraram evidências de uma relação positiva e significativa com todos os rácios de endividamento. Segundo os autores, quanto maiores as empresas, maiores serão os níveis de dívida nas suas estruturas de capital, visto que a maior diversificação,

transparência e confiabilidade informacional ajuda a reduzir o risco e os custos de falência para estas empresas, incentivando-as a aumentar o seu nível de endividamento.

Estes resultados são consistentes com os obtidos por Deesomsak, Paudyal e Pescetto (2004), Psillaki e Daskalakis (2009), Dasilas e Papasyriopoulos (2015) confirmando que empresas maiores tendem a ter melhor capacidade de endividamento comparativamente a empresas de menor dimensão.

Por outro lado, a Teoria de *Pecking-Order* presume uma relação negativa entre a dimensão da empresa e a alavancagem. Titman e Wessels (1988) fornecem evidências que empresas menores apresentam maior propensão para o endividamento de curto prazo justificado pelos altos custos de transação que estas enfrentam quando emitem dívida de longo prazo.

Na China, Chen (2004) identificou uma relação negativa entre a dimensão e a dívida de longo prazo, justificada pelos baixos custos de falência das empresas em análise dado o sistema legal chinês ser incompleto e ainda se encontrar “em vias de implementação”. Esta relação negativa também pode ser explicada pelo facto de as grandes empresas terem melhor acesso aos mercados de capitais para financiamento devido à sua reputação nos mercados. Uma outra justificação para a relação negativa entre a dimensão de uma empresa e o seu nível de endividamento, é que empresas maiores utilizam os seus lucros acumulados como principal fonte na sua estrutura de capital (Kila, & Mahmood, 2008).

Ainda nessa relação, mas num contexto português, Ramalho e da Silva (2009) procuram investigar se e em que medida as teorias tradicionais da estrutura de capital fornecem uma explicação plausível acerca das decisões financeiras das PME's. A manifestação negativa entre a dimensão e o endividamento de longo prazo pode ser explicada pela presença de custos de transação aquando da emissão da dívida restringindo assim a emissão da dívida de longo prazo.

Indo ao encontro das premissas da Teoria de *Pecking-Order*, Yolanda e Soekarno (2012) analisaram uma amostra das empresas no setor da plantação na Indonésia. Os autores argumentam que, na perspetiva dos investidores, a dimensão das empresas de plantação é sinónimo de produtividade. Então, a empresa é capaz de usar o financiamento de ações de investidores e diminuir a emissão de dívida de longo prazo à medida que a dimensão da empresa aumenta.

Corroborando esses estudos, Wahab e Ramli (2013), na Malásia constataram existir uma relação negativa entre a dimensão e a dívida. Empresas maiores tendem a contrair menos empréstimos visto já terem atingido a sua plenitude, o que significa que possuem estáveis fluxos de caixa e financiamento suficiente para sustentar as suas necessidades.

Há ainda inúmeros autores que documentam que quanto maior for a empresa, menor será o nível de obtenção de financiamento através da emissão de dívida, como é o caso de Nunkoo e Boateng (2010), Chakraborty (2010) e Acaravci (2015).

Por seu turno, os autores Kim e Sorensen (1986) e Kale, Noe e Ramirez (1991) não encontraram qualquer relação significativa entre a dimensão de uma empresa e o seu nível de endividamento.

Dada a ausência de resultados similares, formula-se a segunda hipótese (sem sinal definido):

H2: Existe uma relação significativa entre a dimensão das empresas e o seu nível de endividamento.

1.2.3 Oportunidades de crescimento

O crescimento de um investimento ou projeto tem como objetivo a obtenção de maiores resultados, sendo assim, uma excelente ferramenta para qualificar a saúde das empresas (Proença, Laureano & Laureano, 2014). Dada a sua importância, vários são os estudos sobre este tópico sendo também diversas as opiniões acerca da sua relação com o endividamento. A Teoria de *Pecking-Order* defende uma relação positiva uma vez que as oportunidades de crescimento de uma empresa requerem recursos financeiros adicionais de modo a financiar investimentos futuros (Zeitun et al. 2017). O trabalho de Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999) analisa a estrutura de capital de 3.500 pequenas e médias empresas no Reino Unido. Para estes autores a relação entre as oportunidades de crescimento e o endividamento é positiva sendo fundamentada pelo facto de um acelerado crescimento das empresas as levar a esgotar os fundos internos e por consequência, a requerer capital complementar. Tal relação é corroborada por Vo (2017), que estuda a possibilidade de os determinantes da estrutura de capital serem diferentes nos mercados emergentes, utilizando como análise a base de dados variáveis específicas das empresas listadas na bolsa de valores de Ho Chi Minh City. Para o autor, a justificação para esta interpretação é que, apesar do mercado das ações se ter desenvolvido progressivamente

nas últimas décadas, no Vietname a maioria dos financiamentos obtidos é via crédito bancário: mesmo as empresas com maiores oportunidades de crescimento, são incapazes de tirar proveito da emissão de ações nas bolsas de valores.

Em consonância com a Teoria de *Pecking-Order*, Benkraiem e Gurau (2013) detetaram uma relação significativa e positiva entre as oportunidades de crescimento e o endividamento, com maior ênfase na dívida de longo prazo.

Ameer (2013), ao estudar o impacto da liberalização financeira no ajuste dos índices de dívida em 12 mercados emergentes, apurou uma relação positiva com a dívida sugerindo que as oportunidades de crescimento fornecem às empresas incentivos para recorrer à dívida.

Similarmente os autores Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt e Maksimovic (2001), Ramalho e da Silva (2009), Singh (2016), Balios, Daskalakis, Eriotis e Vasiliou (2016) suportam a relação positiva entre o endividamento e as oportunidades de crescimento.

Contudo, à medida que as oportunidades de crescimento nas empresas aumentam, maior é a preferência em manter o nível de dívida reduzido uma vez que os conflitos de agência entre acionistas e obrigacionistas surgem da substituição e subinvestimento de ativos, o modo de minimizar esses conflitos passa por as empresas com altas oportunidades de crescimento procurarem ter um menor nível de dívida, optando pelo financiamento de capital para os novos projetos (De Jong, Kabir & Nguyen 2008). Assim, a Teoria de *Trade-Off* prevê que o nível de crescimento reduz o nível de endividamento. Empresas com maior oportunidade de crescimento são consideradas arriscadas o que leva a uma maior dificuldade na obtenção de dívida com condições favoráveis (Psillaki & Daskalakis, 2009).

São inúmeras as justificações encontradas para a existência da relação negativa entre as oportunidades de crescimento e a dívida. De acordo com Ozkan (2001) as empresas que possuem um número relativamente grande de proporção de ativos intangíveis são incapazes de suportar uma elevada alavancagem. Uma outra plausível explicação dada pelos autores é que, empresas com maiores oportunidades de crescimento têm níveis de dívida mais baixos devido ao receio que os acionistas sentem pela hipótese de as empresas puderem deixar passar oportunidades de investimento de grande valor. Rajan e Zingales (1995) demonstraram também uma relação inversa entre as oportunidades de crescimento

e o endividamento, levando a concluir que tal se deve ao facto de as empresas emitirem ações somente quando as empresas se encontram sobreavaliadas.

Ao explorar o modo como as empresas que operam em economias orientadas para o mercado de capitais e economias orientadas para bancos determinam a sua estrutura de capital, Antoniou, Guney e Paudyal (2008) sugerem uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento e o nível de endividamento. O argumento é que os custos de falência e os custos de agência da dívida são mais altos para empresas em crescimento o que significa que os credores exigem maiores taxas de retorno tornando a dívida menos atraente.

De acordo com Deesomsak et al. (2004) a resposta pode ser dada pelo facto de as empresas com elevadas oportunidades de crescimento usarem menos dívida uma vez que não pretendem expor-se a possíveis restrições impostas pelos credores.

A relação inversa entre as oportunidades de crescimento e o endividamento é encontrada por outros autores nomeadamente por Chung (1993), Kaur e Rao (2009), Chang, Lee e Lee (2009), Belkhir et al. (2016).

Considerando todos os resultados herdados na literatura, coloca-se a seguinte hipótese (sem sinal definido):

H3: Existe uma relação significativa entre as oportunidades de crescimento das empresas e o endividamento.

1.3 Produto Interno Bruto - PIB

Uma grande parte dos estudos elaborados sobre esta temática procuram identificar os fatores que influenciam a escolha da estrutura de capital concentrando-se apenas nos fatores descritos anteriormente, ou seja, nos fatores corporativos. Embora tais variáveis influenciem significativamente as decisões de financiamento, é crucial não ignorar a presença de fatores macroeconómicos, tais como o PIB, que de acordo com De Jong et al. (2008) afeta a determinação da escolha da estrutura de capital em todo o mundo, sendo importante ter isso em consideração na análise da estrutura de capital.

Para além das características específicas das empresas, as variáveis macroeconómicas podem ser um fator relevante nas decisões financeiras (Vieira, Neves & Dias, 2019).

Segundo Koksal e Orman (2015) o PIB avalia o desempenho de uma economia e o seu crescimento pode ser visto como uma medida de oportunidade de crescimento para as empresas. Booth et al. (2001) defendem que os níveis de endividamento nos países em desenvolvimento parecem ser influenciados da mesma maneira e pelas mesmas variáveis que nos países desenvolvidos. Contudo, existem diferenças na forma como estes índices de endividamento são afetados pelos fatores dos países, como por exemplo o crescimento do PIB.

Grande parte dos estudos realizados sobre esta vertente da estrutura de capital demonstram a existência de uma relação negativa entre o endividamento e o PIB.

O estudo de Dias Basto, Nakamura e Basso (2009) tem como objetivo investigar os determinantes da estrutura de capital de empresas pertencentes a cinco Países da América Latina (México, Brasil, Argentina, Chile e Peru), países esses que apresentam similaridades económicas, políticas e sociais o que significa que possuem ambientes institucionais semelhantes. Este cenário é relevante para o estudo, pois além dos fatores corporativos, os autores procuram encontrar respostas nos fatores económicos e institucionais. Os autores demonstraram empiricamente uma relação negativa e significativa entre o crescimento do PIB e o nível de endividamento das empresas o que sugere que quando ocorre uma melhoria económica, a estratégia adotada pelas empresas é o recurso ao financiamento interno. Segundo os autores o crescimento económico promove o aumento de recursos internos para autofinanciamento, evitando a subvalorização do mercado devido à assimetria de informação. Também Ramli et al. (2019) ao analisarem a relação entre os determinantes de estrutura de capital e a performance financeira da Malásia e da Indonésia encontraram evidências da existência de uma relação negativa entre o endividamento e o PIB justificada pelo facto de as empresas da Malásia terem fontes internas suficientes, sendo desnecessário empregar dívida aquando da expansão económica.

Com o objetivo de colmatar a lacuna que existe na literatura relativamente à escassa informação sobre a aplicação das teorias da estrutura de capital nas empresas privadas, pequenas ou externas à indústria de transformação nas economias em desenvolvimento, Koksal e Orman (2015) estudam os determinantes da estrutura de capital das empresas não-financeiras na Turquia. Os autores concluem que a Teoria de *Trade-Off* é uma melhor ferramenta de estudo comparativamente à Teoria de *Pecking-Order*, para uma

melhor compreensão da estrutura de capital das empresas Turcas não financeiras. Para além deste resultado, os autores também se deparam com o facto de o crescimento do PIB ter uma relação negativa e altamente significativa com a dívida total e de longo prazo, mas não com a dívida de curto prazo. Tal revelação pode ser fundamentada pela escassez de ativos tangíveis das empresas relativamente às oportunidades de investimento disponíveis, ser agravada num ambiente de alto crescimento. Por outro lado, no mercado Nepalês, Gajurel (2006) ao procurar encontrar evidências do impacto das condições macroeconómicas nas decisões da estrutura de capital, verificou que a taxa de crescimento do PIB está negativamente relacionada com o índice de endividamento total e com o endividamento de curto prazo. No Quênia, Muthama, Mbaluka e Kalunda (2013) também foram ao encontro a essas mesmas relações o que significa que um maior crescimento económico origina uma maior aplicação do uso da dívida de longo prazo e uma menor empregabilidade da dívida de curto prazo, ou seja, as empresas preferem títulos de dívida de longo prazo confiando menos em empréstimos de curto prazo quando o crescimento económico aumenta.

São inúmeros os autores que identificam uma relação negativa entre o PIB e a dívida, tais como Bokpin (2009), Kayo e Kimura (2011), Graham, Leary e Roberts (2015) e Perera (2015).

Assumindo uma posição contrária, De Jong et al. (2008), ao estudarem o impacto dos fatores corporativos e macroeconómicos nas decisões financeiras, utilizaram uma amostra de 42 países de todo o mundo, tendo encontrado evidências de que a estrutura de capital se encontra diretamente relacionada com os fatores macroeconómicos do país. Nomeadamente, os autores encontraram evidências de uma positiva relação entre a dívida e o crescimento do PIB, o que significa que em países com estáveis e crescentes condições económicas, as empresas têm tendência a recorrer à dívida de modo a financiar novos investimentos.

O estudo de Bas, Muradoglu e Phylaktis (2009) baseia-se numa amostra de 11.125 empresas de 25 países em desenvolvimento e tem como objetivo compreender os determinantes das decisões de estrutura de capital nas pequenas e privadas empresas dos países em desenvolvimento. O estudo difere de outros realizados uma vez que, em análise encontram-se empresas dos países em desenvolvimento logo o seu ambiente económico é distinto dos países desenvolvidos. Os resultados encontrados pelos autores demonstram

que o crescimento do PIB tem uma influência positiva no endividamento, ou seja, com a melhoria do crescimento económico existem mais fundos disponíveis aos quais as empresas têm acesso logo estas obtêm níveis mais altos da dívida de modo a financiar novos investimentos. Os autores também encontram evidências de uma relação positiva entre o endividamento e o PIB per capita.

Também Belkhir et al. (2016) defendem que as empresas que se encontram localizadas em países com um maior crescimento económico, operam com maior alavancagem financeira. Os autores realçam a importância do papel do crescimento económico do país como um determinante de estrutura de capital considerando ser ainda mais importante na região MENA (Médio Oriente e Norte de África), onde os sistemas financeiros tendem a ser mais fracos.

Igualmente Booth et al. (2001) e Hanousek e Shamsur (2011) defendem a existência de uma relação positiva entre o PIB e a dívida.

Considerando a inexistência de um único sinal para a relação entre o PIB e endividamento empresarial, a hipótese estabelecida é a seguinte (sem sinal definido):

H4: Existe uma relação significativa entre o PIB de um país e o nível de endividamento das empresas.

1.4 Religião

Guiso, Sapienza e Zingales (2006) fornecem uma graciosa descrição da cultura, definindo-a como “crenças, valores e restrições sociais que grupos étnicos, religiosos e sociais transmitem praticamente inalterados de geração para geração”. Assim, e uma vez que a religião é um dos principais pilares da cultura, Baltussen (2018) defende que as diferenças de religião são uma possível explicação das diferenças de alavancagem financeira. Para uma melhor compreensão desta relação, Baxamusa e Jalal (2014) compararam as estruturas de capital de empresas localizadas em diferentes regiões dos Estados dos Unidos, mas da mesma indústria, com tamanho semelhante e a operar no mesmo ano. A conclusão do estudo foi que, apesar de os países católicos nos Estados Unidos serem economicamente desenvolvidos, as empresas situadas nessas regiões são mais alavancadas, tendo preferência em recorrer à dívida externa. Por outro lado, quando a religião protestante aumenta, o nível de alavancagem das empresas localizadas nessas regiões diminui. Também La Porta et al. (1999) defendem que os países católicos tendem

a ter maiores níveis de endividamento quando comparados aos países protestantes, empregando mais a dívida externa ao invés do autofinanciamento para suportarem as suas atividades de negócios.

De acordo com Moraru (2012) a religião sempre desempenhou um importante papel no estilo de vida da população, levando os autores a procurar compreender se a religião influencia as atitudes dos jovens em relação às dívidas e a sua disposição em saldá-las. Segundo o autor, a Bíblia não proíbe dívidas nem as encoraja, apenas transmite que quem recorre ao empréstimo se torna prisioneiro do credor, podendo significar que aqueles que vivem de acordo com a Bíblia Sagrada devem evitar a dívida. Relativamente ao seu pagamento, a Bíblia expõe que "somos obrigados a pagar o que nos emprestam" indicando assim que as dívidas devem ser regularizadas a tempo. Por outro lado, o Islamismo não proíbe empréstimos, mas existem algumas diretrizes referentes ao recebimento de dinheiro, como por exemplo, a proibição de taxas de juro, entre outras orientações provenientes do Alcorão. Ao mesmo tempo, "Deus ajudará os seguidores a pagar as suas obrigações", o que significa que os muçulmanos também são incentivados a saldar a dívida. O resultado do estudo de Moraru (2012) conclui que os jovens religiosos tendem a ser mais avessos à dívida e têm uma maior disposição para a saldar, o que significa que a religião (manifestada através de crenças religiosas, prática de oração entre outras) pode influenciar o comportamento económico das pessoas.

Segundo Chen, Huang, Lobo e Wang (2016) uma vez que a maioria das religiões acredita na importância da honestidade, é inculcada aos crentes a relevância de agir honestamente. Assim, recorrer a empréstimos com uma intenção desonesta não vai ao encontro da maioria das normas religiosas e não estaria de acordo com o valor das empresas localizadas em ambientes religiosos. Assim Chen et al. (2016) estudam a possibilidade de a religião reduzir diretamente o custo da dívida analisando uma amostra de 41 países no período compreendido entre 1994 e 2008. Os autores defendem que, sendo a religião uma importante fonte de normas e valores sociais, esta deve ser tida em conta juntamente com outros fatores institucionais ao nível nacional, uma vez que afeta o custo da dívida de um país e, portanto, o crescimento do seu capitalismo. No seu estudo, os autores concluem que a religião pode afetar diretamente o custo da dívida dado que as religiões fornecem orientação direta sobre o comportamento humano quando este se envolve em atividades económicas. Especificamente, uma forte atividade religiosa está

associada a uma maior aversão ao risco e padrões éticos mais altos, o que se traduz numa redução do risco e do custo dos empréstimos.

Noussair, Trautmann, Van de Kuilen e Vellekoop (2013) defendem a importância de identificar a relação entre crenças religiosas (ou sua prática) e atitudes de risco de modo a uma melhor compreensão do mecanismo subjacente aos efeitos da cultura nos resultados económicos. Para tal, os autores estudaram a possível existência de diferenças na aversão ao risco entre membros da igreja e não membros, bem como entre protestantes e católicos, tendo encontrado evidências robustas que a aversão ao risco está positivamente correlacionada com a religião. Foram também encontradas evidências de diferenças em atitudes de risco entre religiões, com os protestantes a serem mais avessos ao risco do que os católicos.

De acordo com Guiso, Sapienza e Zingales (2003) as pessoas que são criadas religiosamente têm as mesmas crenças e preferências, independentemente de rejeitarem a religião quando se tornam adultos. Com o objetivo de compreenderem a relação entre a intensidade das crenças religiosas e as atitudes económicas, os autores recorreram ao *World Values Survey (WVS)* que consiste num projeto que estuda os valores e crenças da população. O questionário realizado abrangeu pessoas de 66 países sendo que esses países abrangem cerca de 80% da população mundial. O resultado do estudo mostra que as crenças religiosas em geral estão associadas a “boas” atitudes, onde “bom” é definido como sendo propício a uma maior receita per capita e um maior crescimento, com exceção do Islamismo que se encontra negativamente associado. Em suma, os autores defendem que a religião está relacionada positivamente com o crescimento económico uma vez que esta se encontra associada a um maior senso de responsabilidade individual e a uma maior crença de que o resultado do mercado é justo. No geral, as pessoas religiosas tendem a dar mais apoio aos mercados.

Por outro lado, nem todas as opiniões são unânimes. O estudo realizado por Hong, Kubik e Stein (2004) mostra que os frequentadores de igrejas têm mais probabilidade de participar no mercado de ações, contradizendo as evidências que mostram que as pessoas religiosas são tipicamente mais avessas ao risco.

Contrariamente a todos os estudos supramencionados, existem autores que defendem a inexistência de uma relação entre a religião e o comportamento humano. Segundo Guiso et al. (2003), Feuerbach e Marx defendem que a religião não faz o homem sendo

considerada pelos autores como o ópio da população. Ou seja, segundo os autores a religião não molda o comportamento humano, concluindo, por paralelismo, que não existe assim uma relação entre a religião e a dívida.

Considerando a literatura prévia, é formulada a seguinte hipótese (sem sinal definido):

H₅: Existe uma relação significativa entre a religião e o endividamento.

1.5 Dimensões culturais

A cultura é um conceito que apresenta dificuldades na pesquisa transcultural (Soares, Farhangmehr & Shoham, 2007), sendo inúmeras as definições estabelecidas pela literatura. Fan (2000) caracteriza a cultura de um modo genérico descrevendo-a “como um conjunto de valores, crenças, comportamentos, costumes e atitudes que diferenciam uma sociedade.” O autor defende que a cultura fornece respostas aos membros de uma respetiva sociedade, para os problemas de adaptação externa e integração interna.

Nos anos 70, o psicólogo holandês Geert Hofstede realizou um estudo pioneiro onde aborda as diferenças culturais em 53 países. O autor baseou a sua pesquisa num vasto número de inquéritos feitos a funcionários internacionais da IBM (*International Business Machines Corporation*), de modo a avaliar os valores e crenças dos empregados. Neste questionário estavam presentes questões como “Qual dos seguintes aspetos valoriza mais num emprego?”, havendo várias opções de resposta, como por exemplo, a remuneração e segurança no trabalho. Outro grupo do inquérito, foca-se no facto de a competição entre funcionários ser um ponto negativo para a empresa, tendo os colaboradores de escolher uma opção numa escala que vai desde “Concordo totalmente” a “Discordo totalmente”.

Este estudo confirmou que a cultura nacional tem um grande impacto no comportamento dos indivíduos revelando que estas 53 culturas diferem, principalmente, em quatro dimensões (avaliadas de 0 a 100): individualismo vs coletivismo, grande ou pequena distância do poder, forte ou fraca aversão à incerteza e, por fim, masculinidade vs feminilidade.

Devido ao processo natural da evolução de ideias e pensamentos, surgiu a necessidade de uma adaptação do modelo à sociedade. Assim posteriormente surgiu uma quinta dimensão do tipo temporal que atribui novos significados aos valores culturais: Orientação de Longo Prazo (LTO). Esta dimensão foi introduzida por Michael Bond num estudo entre estudantes de 23 países em todo o mundo, usando um questionário elaborado

por professores chineses (CVS – *Chinese Value Survey*), assentando num pensamento Confucionista. Michael Bond nomeou esta variável como Dinamismo Confuciano sendo que quando Hofstede adotou esta dimensão cultural, apelidou-a de Orientação de Longo Prazo.

Todas estas dimensões estão ligadas concetualmente a um problema fundamental da sociedade, as dimensões aplicam-se aos países como sistemas sociais e não aos indivíduos destes países (Hofstede, 1996).

1.5.1 Individualismo vs coletivismo

A dimensão cultural individualismo vs coletivismo está relacionada com os laços pessoais. Segundo Gorodnichenko e Roland (2011) a sociedade individualista suporta positivamente a valorização da liberdade individual, a oportunidade, a conquista, o avanço, o reconhecimento e, negativamente a valorização da harmonia, a cooperação e as relações com os superiores. Por outras palavras, na sociedade individualista os elos de ligação são muito fracos uma vez que cada um deve saber tomar conta de si, focando-se nas suas próprias competências com o objetivo de se destacarem. Por outro lado, a sociedade coletivista é caracterizada por um quadro social em que os membros olham uns pelos outros em troca de lealdade inquestionável formando um grupo forte e coeso. Enquanto que as sociedades individualistas tendem a sobrestimar as suas próprias aptidões demonstrando ser excessivamente otimistas sobre a precisão das suas previsões, as sociedades coletivistas apresentam um maior autocontrolo o que diminui significativamente a tendência de excesso de confiança (Chen, Dou, Rhee, Truong & Veeraraghavan, 2015). O individualismo encontra-se associado a preconceitos cognitivos de autoatribuição, pelos quais as pessoas tendem a melhorar ou proteger a sua autoestima, levando crédito pelo sucesso e negando qualquer responsabilidade associada ao fracasso (Haq, Hu, Faff & Pathan, 2018). De acordo com Mihet (2013) o coletivismo apresenta diversas vantagens quando se encontra num patamar de desenvolvimento económico, visto que fornece algum tipo de seguro informal contra potenciais perigos e riscos. Todavia, quando uma sociedade se torna economicamente mais desenvolvida, o coletivismo pode tornar-se desvantajoso uma vez que pode interferir no funcionamento da economia contribuindo para a corrupção e desincentivando o investimento e a acumulação de riqueza, uma vez que se espera que se compartilhe com grupos maiores e porque se pode confiar livremente nos outros de modo a obter apoio económico.

Chui, Titman e Wei (2010) sugerem que as características culturais podem ter um importante papel na eficiência do mercado financeiro uma vez que afetam as decisões de investimento de uma determinada sociedade. Mais especificamente, para o comprovar, utilizaram o índice de individualismo desenvolvido por Hofstede e uma amostra que inclui o retorno das ações e volume de negócios de 55 países, no período de aproximadamente 23 anos, onde mostraram que o individualismo se encontra positivamente associado ao volume de negócios e à volatilidade.

Com o intuito de compreender a relação entre o individualismo e as decisões de financiamento das empresas, Antonczyk e Salzmann (2014) analisaram as escolhas da estrutura de capital de 42 países sendo a amostra final composta por 23.815 empresas. Estes autores argumentam que os gestores em países com alto índice de individualismo, exibem um elevado otimismo e excesso de confiança.

Também Zheng, El Ghoul, Guedhami e Kwok (2012) comprovam a existência de uma relação positiva entre o individualismo e a dívida de curto prazo justificada pelo excesso de confiança dos credores na sua capacidade de escolher empresas e sobre a precisão das suas informações.

A mesma relação positiva foi encontrada por Wang e Esqueda (2014), num estudo que tem como objetivo medir o efeito da cultura na estrutura de capital de 9.315 empresas de mercados emergentes, no período compreendido entre 1996 e 2010. Estes autores argumentam que o elevado índice de individualismo estimula o empréstimo visto que nas empresas localizadas em países com alto índice de coletivismo, as pessoas tendem a agir de acordo com o interesse de um grupo.

Outra explicação para a existência de uma relação positiva é que os gestores de países individualistas tendem a ignorar o risco inerente aos níveis de dívida mais elevados, preferindo assim recorrer à dívida externa ao invés do autofinanciamento (Haq et al. 2018).

Além destes autores, também Fauver e McDonald (2015) encontraram evidências de uma relação positiva entre o fator cultural individualismo e a dívida.

No entanto, existe uma percepção alternativa sobre estas relações. Hirshleifer e Thakor (1992) argumentam que culturas com maior nível de individualismo tendem a estar associadas a gestores motivados pelos seus próprios interesses e reputação, procurando

escolher maximizar o sucesso em vez dos lucros esperados. Tal significa que os gestores de culturas com alto individualismo podem escolher uma menor dívida para maximizar o sucesso e aumentar sua reputação. Além disso, como "a autonomia financeira é o ideal", isso sugere que os proprietários de sociedades altamente individualistas financiarão a empresa com capital próprio tanto quanto possível. Também Mac an Bhaird e Lucey (2014) encontraram uma relação inversa entre a dívida de longo prazo e o índice de individualismo sugerindo que a liberdade individual e a auto-atualização são cruciais para os gestores de PME's manterem o foco na autonomia financeira e no controle da gestão.

Depois do disposto, espera-se que o individualismo seja um fator moderador nas decisões de financiamento.

H₆: O individualismo modera os níveis de endividamento de empresas de maior dimensão e com maior performance.

1.5.2 Aversão à incerteza

A dimensão aversão à incerteza mede a tolerância das sociedades em lidar com o desconhecido. Segundo Hofstede (1983), sociedades com forte aversão à incerteza possuem uma baixa tolerância à incerteza e ao desconhecido tentando minimizar a ocorrência de novas situações ao serem dotadas de leis e regras rigorosas, regulamentos e possuírem um forte controle. Por outro lado, sociedades com fraca aversão à incerteza tendem a ser mais tolerantes com as diferenças de opinião e comportamento uma vez que não se sentem ameaçadas, mostrando ter uma tendência natural em se sentirem seguras em assumirem um maior risco. Hofstede (2001) esclarece que as culturas com baixo grau de aversão à incerteza exibem um baixo senso de urgência em situações ambíguas, imprevistas ou não estruturadas, enquanto que as culturas com elevado grau de aversão à incerteza, sentem-se mais ansiosas nessas situações, e, portanto, tendem a tomar medidas imediatas para reduzir a nível de incerteza. Assim, as culturas com elevado grau de aversão à incerteza têm preferências por uma estrutura organizada nas suas organizações, instituições e relações pessoais e preferem acontecimentos antecipados (Mihet, 2013). De acordo com Li et al. (2013) as culturas com aversão à incerteza são mais avessas ao risco o que as leva a reter mais dinheiro, uma vez que são menos tolerantes à incerteza nos fluxos de caixa futuros (Chen et al. 2015). Graham, Harvey e Puri (2013) demonstraram que a tomada de decisão dos Chief Executive Officer (CEO) se encontra fortemente relacionada com os valores culturais, particularmente pela dimensão aversão à incerteza.

Ao analisar 5.591 empresas de 22 países, Chui et al. (2002) denotam que, como os países com elevado nível de conservadorismo (dimensão cultural equivalente à aversão à incerteza) atribuem maior importância à harmonia social, preservação da imagem, segurança, conformidade e tradição, estes têm uma menor tendência a recorrer ao débito. Em concordância, Wang e Esqueda (2014) defendem que a justificação para a existência de uma relação negativa é a prioridade da segurança. Segundo os autores, os gestores apresentam relutância em aumentar a dívida, devido à existência de uma data de vencimento e pagamentos de juros, contrariamente às questões de autofinanciamento que não envolvem pagamentos obrigatórios. Também Gleason, Mathur e Mathur (2000) defendem que o financiamento externo aumenta o risco de falência, logo o índice de aversão à incerteza encontra-se associada a um baixo nível de dívida.

Mac an Bhaird e Lucey (2014) investigaram o papel das variáveis culturais na determinação da estrutura de capital nas PME's utilizando uma base de dados com 90.000 observações de 13 países e concluíram que as diferenças encontradas na estrutura de capital dos diferentes países, são em parte, explicadas pelas variáveis culturais. Mais especificamente, os autores encontraram evidências que a variável cultural aversão à incerteza se encontra negativamente relacionada com a dívida de longo prazo demonstrando que os gestores das PME's pretendem evitar elevados riscos de negócios. Este resultado demonstra a intenção do gestor evitar as consequências adversas de possíveis dificuldades financeiras, incluindo os consideráveis efeitos negativos na reputação e autoestima do proprietário. No sector bancário, Haq et al. (2018) procuram demonstrar se e como é que as dimensões culturais influenciam a alavancagem financeira e encontraram evidências que os países com maior índice da dimensão aversão à incerteza são menos alavancados. Os autores defendem que os bancos pertencentes a culturas de alta aversão à incerteza têm uma menor tolerância a riscos incertos e às possíveis consequências financeiras associadas à alta alavancagem.

Malmendier e Tate (2005) defendem que o excesso de confiança na gestão pode ser um fator explicativo do investimento corporativo. Para isso estudaram a confiança dos CEO's analisando uma amostra de 477 empresas no período compreendido entre 1984 e 1994. Os autores concluíram que o investimento dos CEO's mais confiantes é significativamente mais reativo ao fluxo de caixa, especialmente em empresas dependentes de ações.

Outros estudos identificam esta relação inversa entre a dívida e o índice de aversão à incerteza como é o caso de Fauver e McDonald (2015), num estudo que procura analisar as características sociais e a sua relação com a governança corporativa e estrutura de capital das empresas dos países G20 no período compreendido entre 1995 e 2009.

No sentido contrário, Zheng et al. (2012), num estudo sobre a influência da cultura nacional na escolha da maturidade da dívida de 114.723 empresas de 40 países para o período de 1991 a 2006, encontraram evidências que empresas localizadas em países com forte aversão à incerteza, optam pela dívida de curto-prazo. Os autores defendem que a incerteza causa uma sensação de *stress* que depende das perceções subjetivas das pessoas. Assim, as pessoas que vivem em sociedades com uma alta aversão à incerteza, tendem a sentir-se mais ansiosas com a ambiguidade e evitam situações imprevisíveis. A dívida de curto-prazo dá a oportunidade de os devedores sinalizarem a sua qualidade e assim reduzir a exposição dos credores ao risco de deterioração no seu desempenho, bem como ao risco de gestores mudarem oportunamente para projetos mais arriscados. Assim, os credores de países com alto índice de aversão à incerteza, podem incentivar os devedores a usar mais dívida de curto prazo. Chang, Wee e Yi (2012) vão ao encontro a esta doutrina. Segundo os autores, a redução do vencimento da dívida dá aos credores um maior controlo disciplinando os gestores quando os custos de agência são mais elevados devido a informações assimétricas. Neste caso, os credores estão a evitar possíveis incertezas e ambiguidades.

Kwok e Tadesse (2006) defendem que a cultura tem um papel relevante no sistema financeiro. Para tal, no seu estudo, introduzem a variável aversão à incerteza como um fator cultural explicativo das características do sistema financeiro. Neste sentido os autores procuram compreender o porquê de os países diferirem na configuração dos seus sistemas financeiros e concluem que os países com elevada aversão à incerteza, tendem a ter sistemas financeiros baseados nos bancos. Também Lavezzolo, Rodríguez-Lluesma e Elvira (2018) encontram esta relação justificando que a capacidade de os bancos suavizarem o fator temporal torna esses intermediários mais atraentes em sociedades com baixos níveis de tolerância.

Vários outros autores mostram empiricamente que os países com maior aversão à incerteza recorrem mais à dívida externa como Aggarwal e Goodell (2009).

Depois do disposto, espera-se que a aversão à incerteza seja um fator moderador nas decisões de financiamento.

H₇: A aversão à incerteza modera os níveis de endividamento de empresas de maior dimensão e com maior performance.

1.5.3 Orientação para o longo prazo

A dimensão orientação para o longo prazo encontra-se diretamente relacionada com a expectativa de tempo de retorno em termos de recompensa e resultado de uma tarefa ou ação implementada que, de forma geral, os indivíduos de uma sociedade possuem (Silva, Correia, Scholten & Gomes, 2008). As sociedades com orientação para o longo prazo fomentam as virtudes orientadas para recompensas futuras, sendo os seus principais valores representativos a economia e perseverança. Por outro lado, os valores associados à orientação a curto prazo encontram-se relacionados com o passado e com o presente, sendo eles o grande respeito pela tradição e o cumprimento das obrigações sociais (Hofstede, 2003). As sociedades com tendência de orientação de longo-prazo são consideradas mais leais uma vez que se concentram num horizonte temporal mais longo, enquanto que as sociedades orientadas para curto-prazo tendem a ter comportamentos oportunistas dado que se focam mais nos resultados de curto-prazo (Doney, Cannon & Mullen, 1998).

Zheng et al. (2012) defendem que, uma vez que as empresas localizadas em países com elevado índice de orientação para longo prazo são mais prospetivas e dão destaque à capacidade de adaptação, estas tendem a recorrer à dívida de curto prazo a fim de salvaguardarem a sua capacidade de se adaptarem à medida que surgem novas circunstâncias, evitando assim vincular os seus fundos a financiamento de longo prazo. Também Chang et al. (2012) encontraram esta relação. Os autores utilizaram as variáveis culturais definidas por Hofstede para abordarem a hipótese de a cultura influenciar a escolha da maturidade da dívida das empresas, desvendando uma forte relação entre estas. Mais especificamente, os autores encontraram evidências que as empresas com elevado índice de orientação para o longo prazo tendem a recorrer à dívida de curto prazo uma vez que neste ambiente cultural os gestores tendem a valorizar a rentabilidade sustentável a longo prazo ao invés dos altos fluxos de caixa no curto prazo. Portanto, de modo a atingir essa rentabilidade a longo prazo, o financiamento a curto prazo é crucial para essas sociedades. Outra justificação apresentada pelos autores é que países com elevada

característica cultural de orientação para o longo prazo tendem a ter um sistema financeiro mais baseado nos bancos e, nesses casos, a dívida de curto prazo prevalece como forma de financiamento.

Uma vasta literatura suporta esta relação negativa entre o índice de orientação para o longo prazo e o endividamento, como se apura nos estudos de Wang e Esqueda (2014), Haq et al. (2018).

Face ao disposto, é possível argumentar a existência de um fator moderador desta variável cultural nos níveis de endividamento empresarial. Assim, coloca-se a última hipótese a testar:

H₈: A orientação para o longo prazo modera os níveis de endividamento de empresas de maior dimensão e com maior performance.

2 Metodologia de investigação

2.1 Dados

O presente estudo empírico tem como objetivo compreender e analisar o impacto moderador da cultura nas decisões financeiras das empresas no período compreendido entre 2010 e 2016. As empresas alvo de estudo são as chamadas “*Big Companies*” de 7 países fronteiriços em análise: Portugal, Espanha, França, Itália, Alemanha, Irlanda e Grécia. A escolha dos países foi motivada por diversos fatores. Apesar de todos estes países se localizarem no continente Europeu, apresentam inúmeras diferenças nomeadamente institucionais, económicas, legais, e o mais relevante, culturais. Em particular a Irlanda foi escolhida por ser um país *common-law*. Esta diversidade oferece a oportunidade de uma melhor compreensão das influências culturais nas decisões de financiamento.

Segundo David e Brierley (1978) as regras dos países *civil-law* foram concebidas como regras de conduta associadas à justiça e moralidade enquanto que as regras dos países *common-law* foram formadas por juizes que tentaram resolver disputas específicas, logo a principal característica das regras de *common-law* é que procuram ir ao encontro de uma solução ao invés de formular uma regra geral de conduta para o futuro. De acordo com La Porta et al. (1997) os países sobre sistema de *common-law* oferecem melhor proteção aos investidores do que os países sobre sistema de *civil-law*. Enquanto que as empresas

localizadas em países de *civil-law* enfrentam maiores exigências a nível contabilístico e maior transparência da informação, as empresas sitas em países sobre sistema de *common-law* experienciam mais problemas de agência do que nos países do *civil-law* devido às maiores oportunidades de financiamento externo e à estrutura de propriedade mais diversificada (Wang & Esqueda, 2014).

Com o propósito de compreender as diferenças das decisões financeiras nos países *common-law* e *civil-law*, foram consideradas 3 amostras. Uma expõe os países sobre sistema de *common-law*, enquanto que a segunda amostra se baseia nos países sobre o sistema de *civil-law*. A terceira amostra engloba a totalidade dos países e a variável *dummy* que identifica o sistema legal de cada país, sendo que esta é igual a 0 se o sistema legal for *civil-law* e 1 se a origem legal for *common-law*.

Para a obtenção da informação financeira, recorreu-se à base de dados *Amadeus da Bureau van Dijk / Moody's Analytics*, enquanto que o PIB foi obtido no *Eurostat*. Foi utilizada o 2000 *Central Intelligence Agency (CIA) World Factbook* para obter a religião de cada país. As dimensões culturais foram extraídas da base de dados de Hofstede dado o enorme reconhecimento dos seus trabalhos no mundo da cultura e atendendo que os seus índices culturais são geralmente aplicados no sistema financeiro ou nas diferenças estruturais entre países (Chang et al. 2012).

Ao analisar a base de dados, percebeu-se da necessidade de aplicar alguns filtros aos dados originais de forma a suprimir situações atípicas que podiam distorcer a análise. Deste modo foram omitidos os bancos, companhias de seguros e serviços financeiros uma vez que a sua estrutura de capital é incomparável com as empresas não financeiras (Zeitun et al. 2017). Pelo facto de não apresentarem atividades comerciais e por terem pouca relevância devido à sua especificidade (Farquhar, Machold & Ahmed, 2005), foram também excluídas as Sociedades Anónimas Desportivas (SAD's). Outro ajuste efetuado foi a eliminação das empresas que possuíam valores excêntricos. Por fim excluíram-se as empresas que não apresentassem informação financeira completa para 4 anos consecutivos de modo a possibilitar a aplicação do método de estimação GMM (Neves, 2018).

Após a aplicação dos filtros acima mencionados, a amostra global final perfaz um total de 1.568 empresas: 42 portuguesas, 86 espanholas, 201 italianas, 641 francesas, 398 alemãs, 15 irlandesas e 185 gregas.

2.2 Variáveis a incluir no modelo

De modo a compreender a relação que existe entre a cultura e as decisões financeiras, a escolha das variáveis é assente no suporte teórico descrito no Capítulo 2.

Seguindo Sá, Neves e Góis (2017) ou Neves, Henriques e Vilas (2019) a variável dependente é o Endividamento (*leverage*) que é definido pelo rácio entre o Capital Alheio e o Ativo Total.

Na literatura, existe uma extensa quantidade de estudos onde se apresentam diversas variáveis que definem os atributos do Endividamento. A presente dissertação concentra-se naquelas que mais têm sido sugeridos e que possuem maior poder elucidativo.

A tabela seguinte expõe todas as variáveis presentes no estudo.

Tabela 1 Descrição das Variáveis

| Denominação das variáveis | Definição/Proxy | Autores |
|---|--|---|
| Variável dependente | | |
| Endividamento (Lev) | $\frac{\text{Capital Alheio}}{\text{Ativo Total}}$ | Michaelas et al. (1999) Sogorb-Mira (2005) Sá et al. (2017) Neves et al. (2019) Neves et al. (2020) |
| Variáveis independentes | | |
| Características específicas das empresas | | |
| Rendibilidade (ROA) | $\frac{EBIT}{\text{Total do ativo}}$ | Rajan & Zingales (1995) Vieira et al. (2019) Neves et al. (2020) Cancela et al. (2020) |
| Dimensão | $\ln(\text{Ativo Total})$ | Köksal & Orman (2015) Arena, Bozzolan & Michelon (2015) Neves et al. (2020) |
| Oportunidades de crescimento | $\frac{\text{Price}}{\text{Book value}}$ | Rajan e Zingales (1995) Frank e Goyal (2009) |

| Características macroeconómicas | | |
|--|------------------------|---|
| <i>Produto Interno Bruto (PIB)</i> | Fonte: <i>Eurostat</i> | Belkhir et al. (2016) Zeitun et al. (2017) Vieira et al. (2019) |

| Características culturais | | |
|----------------------------------|---|--|
| Religião | Variável dummy que representa a predominância (1) ou não (0) da religião Católica | Stulz & Williamson (2003) |
| Individualismo | Fonte: Página oficial de Hofstede | Zheng et al. (2012) Rothonis et al. (2016) |
| Orientação para o longo prazo | Fonte: Página oficial de Hofstede | Wang & Esqueda (2014) Haq et al. (2018) |
| Aversão à incerteza | Fonte: Página oficial de Hofstede | Li, Griffin, Yue e Zhao (2011) Rothonis et al. (2016) |

2.3 Metodologia

Tal como no estudo de Neves (2018), a metodologia utilizada para testar as hipóteses estabelecidas no Capítulo 1, foi a metodologia de dados em painel pelas suas vastas vantagens que se consideram bastante pertinentes para os resultados obtidos, e inevitavelmente para a análise a ser feita desses resultados. Uma das vantagens do modelo de dados em painel, é que este possibilita a eliminação da heterogeneidade inobservável que, devido à natureza dos problemas, pode alterar os resultados (Neves, 2018). Adicionalmente esta metodologia fornece dados mais informativos, mais variabilidade, menos colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência (Baltagi, 2005, p. 4).

O método de estimação utilizado neste estudo foi o GMM, desenvolvido por Arellano & 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. Em particular, o GMM utiliza variáveis instrumentais produzidas por valores desfasados da variável dependente, assim como valores desfasados de variáveis independentes que poderiam potencialmente sofrer de

endogeneidade (Antoniou et al. 2008; Vieira et al. 2019 ou Cancela et al. 2020). Adicionalmente este modelo tem um maior controlo da endogeneidade das variáveis independentes (Neves et al. 2019).

Uma outra vantagem da utilização deste método de estimação num painel desequilibrado, é que as perdas de dados são reduzidas, a endogeneidade é corrigida e a heterogeneidade inobservável é controlada (Badu & Appiah, 2017).

Este conjunto de vantagens enumeradas, torna este modelo o mais adequado ao objetivo do presente estudo.

De forma genérica, pode-se enunciar o modelo de estimação da seguinte forma:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{it1} + \beta_2 X_{it2} + \dots + \varepsilon_{it}$$

Onde:

$i=1, N$ os indivíduos, $t=1, \dots, T$ os períodos de tempo (T períodos) e $N \times T$ o número total de observações.

2.4 Modelo

A estrutura de capital é definida em função de vários fatores. Assim, com base nas hipóteses formuladas e com vista a aferir a aplicabilidade das diferentes teorias da estrutura de capital, estimou-se o seguinte modelo:

Modelo 1:

$$Lev_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it} + \alpha_2 Dimensão_{it} + \alpha_3 Crescimento_{it} + \alpha_4 PIB_{it} + \alpha_5 Religião_{it}$$

De modo a conseguirmos demonstrar que os determinantes do nível de endividamento podem ser diferentes consoante os países em análise, o modelo anterior é estendido incluindo variáveis culturais. Assim, os modelos propostos são os que se seguem:

Modelo 2:

$$Lev_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it} + \alpha_2 Dimensão_{it} + \alpha_3 Crescimento_{it} + \alpha_4 PIB_{it} + \alpha_5 Religião_{it} + ROAIND_{it} + DimensãoIND_{it}$$

Modelo 3:

$$Lev_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it} + \alpha_2 Dimensão_{it} + \alpha_3 Crescimento_{it} + \alpha_4 PIB_{it} \\ + \alpha_5 Religião_{it} + ROALTO_{it} + DimensãoLTO_{it}$$

Modelo 4:

$$Lev_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it} + \alpha_2 Dimensão_{it} + \alpha_3 Crescimento_{it} + \alpha_4 PIB_{it} \\ + \alpha_5 Religião_{it} + ROAUAV_{it} + DimensãoUAV_{it}$$

Em que Lev_{it} é a variável dependente que corresponde ao Endividamento. Relativamente às variáveis independentes estas são dadas por ROA_{it} (Rendibilidade), $Dimensão_{it}$ (Dimensão da empresa), $Crescimento_{it}$ (Oportunidades de crescimento), PIB_{it} (Produto Interno Bruto), Religião, ind (índice do individualismo), LTO (índice orientação para o longo prazo) e UAV (índice de aversão à incerteza).

3 Apresentação e discussão dos resultados

Após terem sido definidas as variáveis bem como a metodologia a utilizar, nesta seção, serão discutidos os resultados. Num primeiro momento serão lidos e discutidos os resultados do modelo básico e posteriormente, ao modelo básico serão incorporadas as variáveis culturais de modo a compreender o seu impacto nas decisões financeiras. Os resultados são discutidos considerando as três amostras: global, *common-law* e *civil-law*.

De acordo com o especificado no Capítulo anterior, a variável dependente (Lev) num ambiente macroeconómico diversificado é explicada por variáveis intrínsecas à gestão e pela religião assim como pela interação de variáveis de dimensão cultural com duas variáveis que tradicionalmente são entendidas como tendo maior influência por parte da gestão; a dimensão da empresa e os seus níveis de rendibilidade operacional.

3.1 Estatísticas Descritivas

A tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis, dependentes e independentes, detalhadas no Capítulo 3 referentes à amostra global.

Tabela 2 Estatísticas Descritivas para Amostra Global

| Variáveis | Observações | Média | Mínimo | Máximo | Desvio-Padrão |
|---------------------|--------------------|--------------|---------------|---------------|----------------------|
| Lev | 9.317 | 5,133329 | 0,01 | 17.660 | 252,5515 |
| ROA | 9.317 | 0,6534142 | -99,7 | 84,38 | 13,77686 |
| Dimensão | 9.317 | 12,3001 | 0 | 19,83 | 2,481089 |
| PIB | 9.317 | 0,2387356 | -9 | 25,5 | 2,560988 |
| Crescimento | 9.317 | 3,179496 | -2.613,85 | 10.434,78 | 121,4964 |
| Origem legal | 9.317 | 0,0084791 | 0 | 1 | 0,0916959 |
| Religião | 9.317 | 0,6135022 | 0 | 1 | 0,486973 |

De acordo com os resultados apresentados na tabela 2 a variável dependente (*Lev*) apresenta uma média elevada provando que as empresas em análise têm uma forte dependência de capital de terceiros. O desvio padrão desta variável é muito elevado dado que os valores considerados excêntricos não foram tratados por não terem sido considerados efetivamente *outliers*. São efetivamente dados que mostram alguns financiamentos avultados para investimentos em ativos fixo, consoante as diferenças de ambientes macroeconómicos.

No que concerne às variáveis independentes, é possível constatar que a variável que apresenta maior média é a dimensão. Por seu turno, a variável com maior dispersão em relação à média é a variável oportunidades de crescimento manifestando assim a existência de uma alta variabilidade de valores entre as empresas.

De salientar que todas as variáveis utilizadas no estudo, tanto dependentes como independentes, apresentam valores positivos no que respeita à média.

A tabela 3 representa as principais estatísticas descritivas das variáveis dependentes e independentes da amostra para os países *common-law*.

Tabela 3 Estatísticas Descritivas para a amostra *common-law*

| Variáveis | Observações | Média | Mínimo | Máximo | Desvio-Padrão |
|--------------------|--------------------|--------------|---------------|---------------|----------------------|
| Lev | 79 | 0,2149367 | 0,02 | 0,48 | 0,1177881 |
| ROA | 79 | 5,341646 | -10,59 | 26,48 | 6,208169 |
| Dimensão | 79 | 13,31063 | 8,57 | 17,28 | 2,094425 |
| PIB | 79 | 5,450633 | -1,4 | 25,5 | 9,105928 |
| Crescimento | 79 | 2,043418 | 0 | 9,78 | 1,830684 |
| Religião | 79 | 1 | 1 | 1 | 0 |

Conforme mostra a tabela supra, sobressai o facto de a média de todas as variáveis empregues no estudo apresentarem valores positivos. Relativamente ao endividamento (Lev), é de notar que este representa em média, cerca de 21% do total do ativo, mais precisamente, 21,49%. Ainda com a leitura da tabela, observa-se que, no que concerne ao desvio-padrão, a variável dependente apresenta valores próximos de zero o que revela a (quase) inexistência de dispersão em torno da média, sendo o valor mínimo da variável de 2% e o valor máximo de 48%. Quando comparado ao valor da amostra global, é de destacar que o desvio padrão apresenta agora um valor bastante inferior, mostrando que a amostra é mais homogénea.

Relativamente às variáveis independentes, verifica-se que a dimensão é a que apresenta maior valor médio (aproximadamente 13,31) enquanto que o PIB é o que surge com uma dispersão em torno da média mais elevada (aproximadamente 9,11). Tal justifica a inclusão do efeito do crescimento económico de cada país, nas variáveis em estudo.

A tabela 4 representa as principais estatísticas descritivas das variáveis dependentes e independentes da amostra para os países *civil-law*.

Tabela 4 Estatísticas Descritivas para a amostra *civil-law*

| Variáveis | Observações | Média | Mínimo | Máximo | Desvio-Padrão |
|--------------------|--------------------|--------------|---------------|---------------|----------------------|
| Lev | 9.238 | 5,17539 | 0,01 | 17.660 | 253,6287 |
| ROA | 9.238 | 0,6133221 | -99,7 | 84,38 | 13,81702 |
| Dimensão | 9.238 | 12,29146 | 0 | 19,83 | 2,482458 |
| PIB | 9.238 | 0,1941654 | -9 | 4,3 | 2,383329 |
| Crescimento | 9.238 | 3,189211 | -2.613,85 | 10.434,78 | 122,0147 |
| Religião | 9.238 | 0,610197 | 0 | 1 | 0,4877319 |

Da análise da tabela supra, constata-se que a média das variáveis, dependente e independentes, surgem com valores positivos, o que vai ao encontro do observável na amostra global e na amostra para os países *common-law*.

Relativamente à variável dependente, verifica-se que a sua média para a amostra de países *civil-law* é ligeiramente inferior à apresentada na amostra global. Tal como surge na amostra global, o elevado valor médio apresentado mostra que a principal fonte de financiamento das empresas situadas em países *civil-law* é o capital alheio. Tal como referido na amostra global, a justificação para o desvio-padrão apresentar valores bastante elevados é pelo facto de os valores excêntricos não terem sido verdadeiramente considerados como *outliers*.

Analisando as variáveis independentes, verifica-se que aquela que apresenta maior média nas empresas localizadas em países *civil-law* é a dimensão, tal como sucede na amostra global. No conjunto das variáveis, a que apresenta maior dispersão em relação à média é a variável oportunidades de crescimento, exibindo um valor médio de, aproximadamente, 3,19.

3.2 Resultados dos dados em painel

Nesta secção são exibidos os resultados obtidos nos vários modelos em estudo.

Tabela 5 Resultados do modelo 1 para as empresas que compõem a amostra Global, a amostra dos países *civil-law* e *common-law*

| | Amostra Global | | | Amostra de países <i>common-law</i> | | | Amostra de Países <i>civil-law</i> | | |
|--------------------|----------------|----------|-----------|-------------------------------------|----------|-----------|------------------------------------|----------|-----------|
| | Coefficiente | Z | P-Value | Coefficiente | Z | P-Value | Coefficiente | Z | P-Value |
| Constante | 2.825,169 | 36,20 | 0,000 *** | -0,2448552 | -10,36 | 0,000 *** | 2.818,229 | 35,98 | 0,000 *** |
| Lev (L1) | 0,6235638 | 8.701,19 | 0,000 *** | 0,5195685 | 5,06 | 0,000 *** | 0,6230708 | 8.709,72 | 0,000 *** |
| ROA | 0,7736852 | 4,31 | 0,000 *** | -0,0021034 | -1,76 | 0,079 * | 0,7918955 | 4,40 | 0,000 *** |
| Dimensão | -316,1589 | -620,25 | 0,000 *** | 0,0269044 | 8,16 | 0,000 *** | -316,0945 | -618,04 | 0,000 *** |
| PIB | -1,99875 | -3,86 | 0,000 *** | -0,0005588 | -1,42 | 0,156 | -2,87158 | -5,01 | 0,000 *** |
| Crescimento | -0,0044926 | -1,15 | 0,250 | -0,0053224 | -0,70 | 0,481 | -0,0047037 | -1,22 | 0,224 |
| Religião | 1.837,074 | 23,56 | 0,000 *** | | | | 1.854,351 | 23,69 | 0,000 *** |
| Sargan | | | | | 9,071548 | 0,7675 | | | |
| Wald | | 0,0000 | 1,76E+08 | | 2.202,20 | 0,000 | | 1,77E+08 | 0,0000 |
| m1 | | 3,7648 | 0,0002 | | -1,9901 | 0,0466 | | 3,7351 | 0,0002 |
| m2 | | -0,9841 | 0,3251 | | 0,20537 | 0,8373 | | -0,98495 | 0,3246 |

Nota: De salientar que: i) *,**, e *** indica níveis de significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; ii) O teste de Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos; iii) O teste Wald apresenta um p-value menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com os graus de liberdade entre parênteses; iv) O teste m1 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 m2 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; vi) Na amostra relativa aos países *common-law*, a variável religião foi incluída no modelo todavia foi retirada por colinearidade exata.

Ao observar-se a amostra global na tabela 5, é possível compreender que, todas as variáveis independentes são estatisticamente significativas a 1%, à exceção da variável oportunidades de crescimento que não apresenta qualquer significância estatística.

Em primeiro lugar, e pela própria natureza do modelo utilizado, um painel dinâmico em duas fases com equações em níveis e com a variável dependente Lev, é possível verificar que os níveis de endividamento do ano corrente são influenciados pelos do ano anterior.

Em concordância com a Teoria de *Trade-Off*, a rentabilidade (ROA) relaciona-se positivamente com a dívida o que significa que quanto mais rentáveis as empresas, maior é a preferência em recorrer à dívida externa de modo a melhorar a sua performance. Com efeito, valida-se o estabelecido na hipótese 1 que se fundamenta pelo facto de as empresas com maiores níveis de rentabilidade possuírem custos de falência inferiores explicados pela baixa probabilidade de desobediência no pagamento da dívida e seus juros. Para além disso, empresas mais rentáveis demonstram informações favoráveis aos investidores externos, o que leva a uma maior disposição do aumento da dívida. Esta relação positiva entre a dívida e a rentabilidade reflete os resultados obtidos por diversos autores tais como Westgaard et al. (2008), Kaur e Rao (2009), Zhang (2010), Gathogo e Ragui (2014), Dasilas e Papasyriopoulos (2015) e Ramli et al. (2019).

No que respeita à dimensão da empresa, os resultados mostram que quanto maior uma empresa, menor o seu nível e endividamento, indo ao encontro da Teoria de *Pecking-Order*, que sustenta o facto de empresas maiores emitirem menos dívida. Os resultados estatisticamente significativos e negativos corroboram a hipótese 2 e, por conseguinte, os trabalhos de Chen (2004), Nunkoo e Boateng (2010) e Yolanda e Soekarno (2012) que também evidenciam que o efeito da dimensão no nível de endividamento é negativo. Este resultado indica que empresas de maior dimensão são sinónimo de maior rentabilidade, logo maior acumulação de lucros o que reduz a necessidade de recorrer à dívida externa.

Relativamente à variável de oportunidades de crescimento, esta não se apresenta significativa logo não nos permite corroborar a hipótese 3.

A representar os fatores macroeconómicos como determinante nas decisões financeiras, a variável macroeconómica PIB mostra-se negativamente relacionada com a dívida. Este resultado corrobora a hipótese 4 apoiando-se assim no argumento que, quando se verifica

uma expansão económica, há uma maior propensão do aumento dos recursos internos para autofinanciamento, apoiando os resultados obtidos por Dias Basto et al. (2009).

Relativamente à variável religião, esta apresenta uma relação positiva com o endividamento o que permite aceitar a hipótese 5. De facto, este resultado vai ao encontro das ideologias de Baltussen (2018) que defendem que a religião é um fator decisivo na alavancagem financeira, mostrando que a religião católica é mais suscetível ao endividamento.

Analisando os resultados para os países *common-law*, e atendendo à significância estatística das variáveis independentes, observa-se que apenas a rentabilidade e a dimensão da empresa, assim como os níveis de endividamento do ano transato, são relevantes na determinação da estrutura de capital das empresas nos países *common-law*.

Contrariamente ao observado na amostra global, a variável rentabilidade evidencia empiricamente uma relação negativa com o endividamento, para um nível de significância de 10%, aceitando-se a hipótese 1. Este resultado sugere que quanto mais rentáveis forem as empresas nos países *common-law*, menor a dívida suportada por estas, o que se encontra em concordância com a Teoria de *Pecking-Order*. Esta relação negativa permite aos gestores serem menos dependentes dos credores (La Rocca et al., 2011) possibilitando assim às empresas manterem um elevado grau de controlo e decisão (Benkraiem & Gurau, 2013). De facto, esta é uma das diferenças marcantes entre os países *common-law* e *civil-law*, uma vez que, segundo Jensen (1986), o melhor modo de reduzir os conflitos de agência entre acionistas e credores é optando pelo endividamento visto que o pagamento da dívida diminui o cash-flow disponível tornando o comportamento do gestor mais disciplinado, limitando-o a fazer investimentos de baixo rendimento e com VAL negativo.

Por sua vez, para um nível de significância de 1%, a variável dimensão apresenta uma relação positiva com a dívida mostrando-se coerente com a *Teoria de Trade-Off*. Este resultado corrobora a hipótese 2 mostrando que quanto maior a dimensão das empresas localizadas em países *common-law* maior é o recurso à dívida uma vez que são mais diversificadas, menor é o risco de falência e porque os bancos têm uma maior predisposição a emprestar a empresas de maior dimensão, também pelo facto de em regra, solicitarem maiores quantias de dinheiro (Rajan & Zingales, 1995, Wald, 1999). Esta é

uma característica mais particular para estas empresas o que justifica a diferença de sinal encontrada nos países *civil-law*.

Observando os resultados presentes na tabela 5, é possível constatar a existência de semelhanças ao nível das significâncias estatísticas das variáveis na amostra global e na amostra para países *civil-law*, mas também porque o peso dos países que compõem esta amostra é maior para estes. Em suma, ambas as amostras validam uma relação positiva entre a dívida e a rendibilidade, para um nível de significância de 1%, tal como acontece para a variável religião. Contrariamente, as variáveis, dimensão e PIB estão significativa e negativamente relacionadas com a dívida para um nível de significância de 1%. Como podemos verificar, os resultados para os países *common-law* são diferentes dos apresentados para os países *civil-law*, de acordo com a literatura, o que mostra a utilidade de separação dos resultados no presente trabalho.

Uma vez corroborada a ideia de que as variáveis tradicionais, intrínsecas à gestão, assim como a religião, determinam os níveis de endividamento, tanto nos países *common-law* como nos países *civil-law*, damos um passo em frente no sentido de perceber se existe um efeito moderador da dimensão cultural no desempenho e dimensão das empresas nas decisões de financiamento.

A tabela 6 mostra os resultados do modelo 2, onde a variável relativa ao individualismo aparece como fator moderador da performance e dimensão nas decisões de financiamento das empresas.

Tabela 6 Resultados do modelo 2 com interações para as empresas que compõem a amostra Global, a amostra dos países *civil-law* e *common-law*

| | Amostra Global | | | Amostra de países <i>common-law</i> | | | Amostra de países <i>civil-law</i> | | |
|--------------------|----------------|----------|-----------|-------------------------------------|----------|-----------|------------------------------------|----------|-----------|
| | Coefficiente | Z | P-Value | Coefficiente | Z | P-Value | Coefficiente | Z | P-Value |
| Constante | -1.174,987 | -2,52 | 0,012 ** | -0,4174284 | -2,76 | 0,006 *** | -1.154,437 | -2,48 | 0,013 ** |
| Lev (L1) | 0,5688764 | 8.227,50 | 0,000 *** | 0,4903907 | 5,40 | 0,000 *** | 0,5681041 | 8.009,07 | 0,000 *** |
| ROA | -0,9539923 | -1,32 | 0,186 | -2,831224 | -1,75 | 0,080 * | -0,8932139 | -1,23 | 0,219 |
| ROAind | 0,0253809 | 2,17 | 0,030 ** | 0,0404172 | 1,75 | 0,080 * | 0,024647 | 2,10 | 0,036 ** |
| Dimensão | 128,4962 | 1,07 | 0,283 | | | | 119,207 | 1,00 | 0,319 |
| Dimensãoind | -5,788227 | -3,43 | 0,001 *** | 0,0005946 | 3,44 | 0,001 *** | -5,639589 | -3,35 | 0,001 *** |
| PIB | -0,3384163 | -0,59 | 0,558 | -0,0004772 | -1,08 | 0,279 | -0,808541 | -1,18 | 0,236 |
| Crescimento | -0,0054641 | -1,35 | 0,178 | -0,0108689 | -1,25 | 0,212 | -0,055481 | -1,36 | 0,173 |
| Religião | 6.892,41 | 14,80 | 0,000 *** | | | | 6.885,824 | 14,80 | 0,000 *** |
| Sargan | | | | | 8,969223 | 0,7753 | | | |
| Wald | | 0,0000 | 1,73E+08 | | 245,14 | 0,0000 | | 1,75E+08 | 0,0000 |
| m1 | | 2,8977 | 0,0038 | | -1,7261 | 0,0843 | | 2,8856 | 0,0039 |
| m2 | | -0,98771 | 0,3233 | | 0,48407 | 0,6283 | | -0,98808 | 0,3231 |

Nota: De salientar que: i) *,**, e *** indica níveis de significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; ii) O teste de Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos; iii) O teste Wald apresenta um p-value menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com os graus de liberdade entre parênteses; iv) O teste m1 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 m2 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; vi) Na amostra relativa aos países *common-law* as variáveis dimensão e religião foram incluídas no modelo todavia foram retiradas por colinearidade exata.

Analisando a tabela 6, observa-se que, para todas as amostras em análise, as variáveis com interações são significativas. Constata-se ainda que os resultados para a amostra global e para a amostra de países *civil-law*, apresentam os mesmos sinais e iguais níveis de significância para as mesmas variáveis. Tal pode sugerir que o fator moderador da cultura é fundamental na explicação das decisões de financiamento, independentemente da origem legal das empresas.

Observando os resultados empíricos da amostra global, conclui-se que os níveis de individualismo influenciam a performance da empresa e a forma como os gestores decidem os níveis de endividamento das empresas. Este resultado pode ser explicado pelo facto de que empresas individualistas transmitem um excesso de otimismo e elevada confiança e demonstram ter uma tendência de ignorar o risco associado a um nível de dívida mais elevado (Antonczyk e Salzmann, 2014, Haq et al. 2018).

Relativamente à interação da variável cultural individualismo com a dimensão, verifica-se que os níveis de individualismo em empresas maiores levam a tomadas de decisão pelos gestores de menor dívida o que mostra que estes preferem a liberdade individual e manter um maior controlo (Mac an Bhaird e Lucey, 2014).

Por último, a religião apresenta resultados significativos corroborando a hipótese 5, mostrando que a religião desempenha um importante papel nas decisões financeiras, nomeadamente dos países *civil-law*. Este resultado é consistente com o obtido no modelo 1.

Com base nas estimações apresentadas na tabela 6 para a amostra de países *common-law*, é possível observar um conjunto de relações estatisticamente significativas. Relativamente à variável rentabilidade, verifica-se que esta se encontra negativamente relacionada com a dívida, tal como evidencia o modelo 1 descrito anteriormente, sugerindo que as empresas localizadas em países *common-law*, preferem autofinanciar-se ao invés de recorrer à dívida externa. Em consonância com o observado na amostra global, também as empresas localizadas em países *common-law* que apresentam uma maior rentabilidade e um elevado índice de individualismo, preferirem empregar a dívida externa. Por sua vez, e contrariamente ao que surge na amostra global, a alavancagem financeira é determinada por empresas com elevada dimensão e situadas em sociedades individualistas.

Observando os resultados obtidos para países *civil-law*, e conforme referido anteriormente, destaca-se o facto de estes apresentarem os mesmos sinais e níveis de significância para as mesmas variáveis da amostra global.

Destaca-se ainda que, quando se acresce a dimensão cultural, individualismo, ao modelo básico, o fator de desenvolvimento macroeconómico (PIB) deixa de ter significância. Este resultado pode sugerir que esta dimensão cultural ultrapassa a forma como os potenciais investidores avaliam as empresas de determinado país.

A tabela 7 apresenta os resultados do modelo 3, onde a variável cultural orientação para o longo-prazo aparece como fator moderador da performance e dimensão nas decisões de financiamento das empresas.

Tabela 7 Resultados do modelo 3 com interações para as empresas que compõem a amostra Global, a amostra dos países *civil-law* e *common-law*

| | Amostra Global | | | Amostra de países <i>common-law</i> | | | | Amostra de países <i>civil-law</i> | | |
|--------------------|----------------|----------|-----------|-------------------------------------|----------|-----------|--|------------------------------------|----------|-----------|
| | Coefficiente | Z | P-Value | Coefficiente | Z | P-Value | | Coefficiente | Z | P-Value |
| Const. | 337,0476 | 1,49 | 0,136 | -0,2448552 | -10,36 | 0,000 *** | | 82,30725 | 0,35 | 0,725 |
| Lev (L1) | 0,6030844 | 1,0E+0,4 | 0,000 *** | 0,5195864 | 5,06 | 0,000 *** | | 0,5994072 | 1,0E+04 | 0,000 *** |
| ROA | -0,4073145 | -0,59 | 0,558 | | | | | -0,4424532 | -0,62 | 0,535 |
| ROALTO | 0,0172711 | 1,48 | 0,139 | -0,0000876 | -1,76 | 0,079 * | | 0,0173838 | 1,45 | 0,147 |
| Dimensão | 319,6027 | 3,56 | 0,000 *** | | | | | 321,1566 | 3,57 | 0,000 *** |
| DimensãoLTO | -9,064851 | -6,37 | 0,000 *** | 0,001121 | 8,16 | 0,000 *** | | -8,931565 | -6,25 | 0,000 *** |
| PIB | -0,7668752 | -1,98 | 0,047 ** | -0,0005588 | -1,42 | 0,156 | | -0,7441058 | -1,56 | 0,119 |
| Crescimento | -0,0074688 | -1,52 | 0,129 | -0,0053224 | -0,70 | 0,481 | | -0,0072267 | -1,46 | 0,144 |
| Religião | 4.652,332 | 20,54 | 0,000 *** | | | | | 4.967,542 | 21,18 | 0,000 *** |
| Sargan | | | | | 9,07155 | 0,7675 | | | | |
| Wald | | 0,0000 | 2,30E+08 | | 2.202,31 | 0,0000 | | | 2,41E+08 | 0,0000 |
| m1 | | 3,2441 | 0,0012 | | -1,9901 | 0,0466 | | | 3,1291 | 0,0018 |
| m2 | | -0,98982 | 0,3223 | | 0,20537 | 0,8373 | | | -0,99071 | 0,3218 |

Nota: De salientar que: i) *, **, e *** indica níveis de significância a 10%, 5% e 1% respetivamente; ii) O teste de Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos; iii) O teste Wald apresenta um p-value menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com os graus de liberdade entre parênteses; iv) O teste m1 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 m2 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; vi) Na amostra relativa aos países *common-law* as variáveis rendibilidade, dimensão e religião foram incluídas no modelo todavia foram retiradas por colinearidade exata.

Considerando a tabela anterior, constata-se que para a amostra global apenas uma variável com interação é significativa. Verifica-se mais uma vez que os resultados para a amostra global e para a amostra de países *civil-law*, apresentam os mesmos sinais e iguais níveis de significância para as mesmas variáveis, à exceção da variável macroeconómica PIB, que apenas surge com evidência significativa para a amostra global. No entanto, tal pode ser justificado pelo peso das empresas pertencentes ao sistema *common-law* ser muito inferior ao *civil-law*.

Analisando os resultados obtidos para a amostra global, observa-se que, contrariamente ao evidenciado no modelo 1, a dimensão surge agora com uma relação positiva e significativa com a dívida, permitindo aceitar a hipótese 2. Esta relação vai ao encontro da Teoria de *Trade-Off* mostrando que empresas de maior dimensão operam com um maior nível de dívida externa. Este resultado apoia-se no fundamento de Neves et al. (2020) que defendem que uma maior diversificação, clareza e confiabilidade informacional diminui o risco e os custos de falência para estas empresas levando-as a deter maiores níveis de dívida nas suas estruturas de capital.

Relativamente à interação da variável cultural orientação para o longo prazo com a dimensão, observa-se que os níveis de orientação para o longo prazo em empresas maiores, levam a que os gestores tenham preferência em recorrer ao autofinanciamento ao invés da dívida externa. Este resultado pode ser explicado pelo facto de que, sendo os seus principais valores representativos a economia e perseverança, estes evitam vincular os seus fundos a financiamento de longo prazo (Zheng et al. 2012).

Relativamente ao indicador macroeconómico PIB, este apresenta um sinal negativo e estatisticamente significativo a 5%, corroborando a hipótese 4. Em boa verdade, tanto nos países *common-law* como nos países *civil-law* a variável não é significativa, mostrando uma vez mais que os fatores culturais se sobrepõem ao desenvolvimento económicos dos países.

De seguida, a variável religião apresenta significância estatística, comprovando a hipótese 5. Estes resultados são consistentes com os obtidos pelos autores Guiso et al. (2003) indicando que as empresas situadas em empresas localizadas em ambientes religiosos, apresentam uma maior preferência em recorrer à dívida externa.

Observando os resultados empíricos da amostra para países *common-law*, conclui-se que apenas as variáveis com interação são estatisticamente significativas. Na tabela 7 observa-

se que, os níveis de orientação para o longo-prazo em empresas com maior rentabilidade, levam os gestores a recorrer mais ao autofinanciamento, evitando assim vincular os seus fundos a financiamento de longo prazo (Zheng et al. 2012).

Contrariamente à amostra global, as empresas com maior dimensão e localizadas em países com um elevado nível de orientação para o longo-prazo, apresentam evidências de utilização da dívida externa. Este resultado pode ser justificado pelo facto das sociedades com tendência de orientação de longo-prazo se focarem num horizonte temporal mais longo e fomentarem as virtudes orientadas para recompensas futuras. Assim, as empresas requerem recursos financeiros extra de modo a financiarem os seus investimentos futuros e a impulsionar o seu crescimento.

Isto poderá sugerir que são as empresas maiores e com horizontes temporais mais longos que se comprometem a um maior crescimento potencial e, portanto, com maiores necessidades de financiamento. Tal como se verificou no modelo 1, quanto maior a dimensão das empresas localizadas em países *common-law*, maior é o recurso à dívida uma vez que são mais diversificadas, com risco de falência menor e a solicitarem geralmente maiores quantias de dinheiro.

Por outro lado, embora os países *civil-law* tradicionalmente se financiem com dívida bancária, terão menos incentivos a fazer investimentos avultados quando já têm alguma dimensão. Nessa medida, os maiores horizontes podem não conduzir as maiores empresas a mais financiamento externo com pagamentos periódicos de juros.

Como já referido anteriormente, comparativamente à amostra global, os resultados obtidos para países *civil-law* apresentam os mesmos sinais e níveis de significância para as mesmas variáveis.

De seguida, na tabela 8 apresentam-se os resultados do modelo 4, onde a variável cultural aversão à incerteza surge como fator moderador da performance e dimensão nas decisões de financiamento das empresas.

Tabela 8 Resultados do modelo 4 com interações para as empresas que compõem a amostra Global, a amostra dos países *civil-law* e *common-law*

| | Amostra Global | | | Amostra de países <i>common-law</i> | | | | Amostra de países <i>civil-law</i> | | |
|--------------------|----------------|----------|-----------|-------------------------------------|----------|-----------|--|------------------------------------|----------|-----------|
| | Coefficiente | Z | P-Value | Coefficiente | Z | P-Value | | Coefficiente | Z | P-Value |
| Const. | -504,8105 | -1,69 | 0,090 * | -0,2448554 | -10,36 | 0,000 *** | | -329,6731 | -1,14 | 0,256 |
| Lev (L1) | 0,5970383 | 1,0E+0,4 | 0,000 *** | 0,5195864 | 5,06 | 0,000 *** | | 0,5984336 | 1,1E+04 | 0,000 *** |
| ROA | 1,195212 | 0,95 | 0,340 | | | | | 1,344819 | 1,04 | 0,297 |
| ROAUAV | -0,0083084 | -0,58 | 0,561 | -0,0000601 | -1,76 | 0,079 * | | -0,0097363 | -0,66 | 0,509 |
| Dimensão | -654,0706 | -4,40 | 0,000 *** | | | | | -657,3918 | -4,24 | 0,000 *** |
| DimensãoUAV | 5,327331 | 3,08 | 0,002 *** | 0,0007687 | 8,16 | 0,000 *** | | 5,299308 | 2,94 | 0,003 *** |
| PIB | -0,5014071 | -0,90 | 0,368 | -0,0005588 | -1,42 | 0,156 | | -1,165057 | -2,30 | 0,022 ** |
| Crescimento | -0,0050861 | -1,12 | 0,261 | -0,0053224 | -0,70 | 0,481 | | -0,0055207 | -1,20 | 0,230 |
| Religião | 5.542,633 | 18,57 | 0,000 *** | | | | | 5.347,542 | 18,41 | 0,000 *** |
| Sargan | | | | | 9,071555 | 0,7675 | | | | |
| Wald | | 0,0000 | 2,65E+08 | | 2.202,30 | 0,0000 | | | 2,78E+08 | 0,0000 |
| m1 | | 2,6371 | 0,0084 | | -1,9901 | 0,0466 | | | 2,733 | 0,0063 |
| m2 | | -0,99297 | 0,3207 | | 0,20537 | 0,8373 | | | -0,99297 | 0,3207 |

Nota: De salientar que: i) *,**, e *** indica níveis de significância a 10%, 5% e 1% respectivamente; ii) O teste de Sargan com um p-value superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos; iii) O teste Wald apresenta um p-value menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com os graus de liberdade entre parênteses; iv) O teste m1 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 m2 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; vi) Na amostra relativa aos países *common-law* as variáveis rendibilidade, dimensão e religião foram incluídas no modelo todavia foram retiradas por colinearidade exata.

Analisando a tabela 8, verifica-se que para a amostra global, apenas uma das variáveis com interação apresenta significância estatística.

Observando os resultados empíricos da amostra global, constata-se que a dimensão da empresa se relaciona negativamente com a dívida o que sugere que empresas de maior dimensão apresentam um menor nível de endividamento. Esta relação negativa vai ao encontro do sugerido no modelo 1, o que permite aceitar a hipótese 2 de acordo com a literatura já referenciada.

Verifica-se também que as empresas com maior dimensão e com maior índice de aversão à incerteza, apresentam evidências de recorrer à dívida externa ao invés do autofinanciamento. Este resultado pode ser explicado pelo facto de as sociedades com elevado índice de aversão à incerteza procurarem evitar as consequências adversas de possíveis dificuldades financeiras e assim manterem o fluxo de caixa para um futuro incerto. Assim, de modo a conseguirem financiar os seus investimentos, as empresas localizadas em culturas com forte aversão à incerteza recorrem à dívida externa uma vez que os bancos atenuam o fator temporal (Lavezzolo et al. 2018), essencialmente em países *civil-law*.

Por último, tal como em todos os outros modelos estudados, a religião apresenta uma vez mais uma relação positiva com a alavancagem financeira, fundamentalmente nos países *civil-law*.

Relativamente aos resultados da amostra para países *common-law*, observando-se a interação da variável cultural aversão à incerteza com a rendibilidade, verifica-se que os níveis de aversão à incerteza em empresas com uma elevada rendibilidade levam a tomadas de decisão pelos gestores de menor dívida. Este resultado empírico sugere que os gestores mostram relutância em recorrer à dívida externa, uma vez que tal implica a existência de uma data de vencimento e pagamentos de juros, ao contrário do autofinanciamento (Wang e Esqueda, 2014).

Tal como na amostra global, também os resultados empíricos para os países *common-law* sugerem que as empresas com maior dimensão e com maior índice de aversão à incerteza, têm preferência pela dívida externa ao invés do autofinanciamento.

Observando os resultados obtidos para países *civil-law*, destaca-se o facto de estes apresentarem os mesmos sinais e níveis de significância para as mesmas variáveis da amostra global.

Salienta-se ainda que, quando se acresce a dimensão cultural, aversão à incerteza, ao modelo básico a dimensão macroeconómica (PIB) apenas surge com significância para países *civil-law*. Nestes países quanto se verifica uma expansão económica, há uma maior propensão do aumento dos recursos internos para autofinanciamento, apoiando os resultados obtidos por Dias Basto et al. (2009).

4 Conclusão

O presente estudo procurou compreender e analisar o impacto da cultura na estrutura de capital para uma amostra do universo das “*Big Companies*”. Essa amostra abrange 7 países fronteiriços europeus, constituindo um painel com 1.568 empresas no período compreendido entre 2010 e 2016. Para uma melhor clareza acerca da relação entre a diversidade cultural e as decisões financeiras, foi feita a mesma análise para países *common-law* e *civil-law*.

Utilizando a metodologia de dados em painel foi possível observar que as decisões financeiras são determinadas pelas variáveis tradicionais da estrutura de capital, especificamente ao nível da rendibilidade do ativo e da dimensão da empresa. Neste estudo também foi possível verificar que a variável macroeconómica PIB influencia a estrutura de capital, bem como a religião, que demonstrou ter um importante papel na tomada de decisões, nomeadamente para os países *civil-law*. Este estudo difere de outros já elaborados uma vez que é considerado o efeito moderador da dimensão cultural no desempenho e dimensão das empresas nas decisões de financiamento. Assim, a presente dissertação sugere que o fator moderador da cultura, nomeadamente o individualismo, aversão à incerteza e orientação para o longo prazo, influenciam as decisões financeiras independentemente da origem legal das empresas. Destaca-se ainda o facto de que, tanto nos países *common-law* como nos países *civil-law*, quando se acresce a dimensão cultural ao modelo básico, a variável macroeconómica PIB deixa, quase sempre, de ter significância. Tal pode sugerir que os fatores culturais ultrapassam a forma como os potenciais investidores observam as empresas de determinado país.

Os resultados revelam ainda que quando se introduz o efeito moderador da dimensão cultural, é o individualismo o que mais influencia as decisões de financiamento para ambos os sistemas legais, tanto considerando a dimensão como a performance das empresas. Para além disso, também é de salientar que o efeito moderador das três variáveis culturais consideradas tem maior relevo quando se considera a dimensão das empresas do que a sua rendibilidade. Provavelmente este resultado sugere que é mais fácil manipular a performance do que a dimensão das empresas e nessa medida o efeito moderador tem mais robustez com variáveis que dificilmente são mais facilmente manipuladas por aspetos contabilísticos. Este resultado pode ajudar na reflexão das variáveis a usar em modelos com interações nos futuros trabalhos que possam surgir.

As principais limitações deste trabalho estão relacionadas com o facto de nem todas as empresas em análise apresentarem a informação na íntegra sobre as variáveis a analisar assim como a falta de bibliografia de suporte para a dimensão cultural.

Relativamente a sugestões para futura investigação, seria desafiante incluir outros países não europeus e de diversas religiões, de forma a perceber se os resultados obtidos nesta dissertação se mantêm noutros ambientes culturais e religiosos.

Referências bibliográficas

Ab Wahab, S. N. A., & Ramli, N. A. (2013). Determinants of capital structure: An empirical investigation of Malaysian listed government linked companies (GLCs). *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(4), 930–945.

Acaravci, S. K. (2015). The determinants of capital structure: Evidence from the Turkish manufacturing sector. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(1), 158-171.

Aggarwal, R., & Goodell, J. W. (2009). Markets and institutions in financial intermediation: National characteristics as determinants. *Journal of Banking & Finance*, 33(10), 1770-1780.

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

Akdal, S. (2011). How do firm characteristics affect capital structure? Some UK evidence. *Some UK Evidence (March 3, 2011)*.

Ameer, R. (2013). Financial liberalization and firms' capital structure adjustments evidence from Southeast Asia and South America. *Journal of Economics and Finance*, 37(1), 1-32.

Antonczyk, R. C., & Salzmann, A. J. (2014). Overconfidence and optimism: The effect of national culture on capital structure. *Research in International Business and Finance*, 31, 132-151.

Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of financial and quantitative analysis*, 59-92.

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.

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)

Badu, L. A., & Appiah, K. (2017). The impact of corporate board size on firm performance: Evidence from Ghana and Nigeria. *Research in Business and Management*, 4(2), 1-12.

- Balios, D., Daskalakis, N., Eriotis, N., & Vasiliou, D. (2016). SMEs capital structure determinants during severe economic crisis: The case of Greece. *Cogent Economics & Finance*, 4(1), 1145535.
- Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.
- Baltussen, K. (2018). Country-specific influence on corporate capital structure: A comparison between different country-categorization groups.
- Bas, T., Muradoglu, G., & Phylaktis, K. (2009). Determinants of capital structure in developing countries. *Cass Business School, London EC1Y 8TZ, UK*.
- Baxamusa, M., & Jalal, A. (2014). Does religion affect capital structure?. *Research in International Business and Finance*, 31, 112-131.
- Begulova, Z., & Lace, N. (2019). The role of national culture in the relationship between capital structure and investment decisions of European Information Sector companies
- Belkhir, M., Maghyreh, A., & Awartani, B. (2016). Institutions and corporate capital structure in the MENA region. *Emerging Markets Review*, 26, 99-129.
- Benkraiem, R., & Gurau, C. (2013). How do corporate characteristics affect capital structure decisions of French SMEs?. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 19(2), 149-164.
- Bokpin, G. A. (2009). Macroeconomic development and capital structure decisions of firms: Evidence from emerging market economies. *Studies in economics and finance*, 26(2), 129-142.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *The journal of finance*, 56(1), 87-130.
- 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)
- Cancela, B., Neves, E., Rodrigues, L.L., & Dias, A. (2020). The influence of Corporate Governance on Corporate Sustainability: new evidence using panel data in the Iberian macroeconomic environment, *International Journal of Accounting and Information Management* (forthcoming).
- Chakraborty, I. (2010). Capital structure in an emerging stock market: The case of India. *Research in international business and finance*, 24(3), 295-314.
- Chang, C., Lee, A. C., & Lee, C. F. (2009). Determinants of capital structure choice: A structural equation modeling approach. *The quarterly review of economics and finance*, 49(2), 197-213.

- Chang, K., Wee, J. B., & Yi, H. C. (2012). Does national culture influence the firm's choice of debt maturity?. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41(4), 424-457.
- Chen, H., Huang, H. H., Lobo, G. J., & Wang, C. (2016). Religiosity and the cost of debt. *Journal of Banking & Finance*, 70, 70-85.
- Chen, Y., Dou, P. Y., Rhee, S. G., Truong, C., & Veeraraghavan, M. (2015). National culture and corporate cash holdings around the world. *Journal of Banking & Finance*, 50, 1-18.
- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business research*, 57(12), 1341-1351.
- Chui, A. C., Lloyd, A. E., & Kwok, C. C. (2002). The determination of capital structure: is national culture a missing piece to the puzzle?. *Journal of international business studies*, 33(1), 99-127
- Chui, A. C., Titman, S., & Wei, K. J. (2010). Individualism and momentum around the world. *The Journal of Finance*, 65(1), 361-392.
- Chung, K. H. (1993). Asset characteristics and corporate debt policy: an empirical test. *Journal of Business Finance & Accounting*, 20(1), 83-98.
- David, R., & Brierley, J. E. (1978). *Major legal systems in the world today: an introduction to the comparative study of law*. Simon and Schuster.
- Dasilas, A., & Papasyriopoulos, N. (2015). Corporate governance, credit ratings and the capital structure of Greek SME and large listed firms. *Small Business Economics*, 45(1), 215-244.
- De Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1954-1969.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of multinational financial management*, 14(4-5), 387-405.
- Delcours, N. (2007). The determinants of capital structure in transitional economies. *International Review of Economics & Finance*, 16(3), 400-415.
- Dias Basto, D., Nakamura, W. T., & Basso, L. C. (2009). Determinants of capital structure of publicly-traded companies in Latin America: The role of institutional and macroeconomics factors. Available at SSRN 1365987.

- Doney, P. M., Cannon, J. P., & Mullen, M. R. (1998). Understanding the influence of national culture on the development of trust. *Academy of management review*, 23(3), 601-620.
- Durand, D. (1952, January). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In *Conference on research in business finance* (pp. 215-262). NBER.
- Fan, J. P., Titman, S., & Twite, G. (2012). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1), 23-56.
- Fan, Y. (2000). A classification of Chinese culture. 7; 2.
- Farquhar, S., Machold, S., & Ahmed, P. K. (2005). Governance and football: an examination of the relevance of corporate governance regulations for the sports sector. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 1(4), 329-349.
- Fauver, L., & McDonald, M. B. (2015). Culture, agency costs, and governance: International evidence on capital structure. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34, 1-23.
- Frijns, B., Gilbert, A., Lehnert, T., & Tourani-Rad, A. (2013). Uncertainty avoidance, risk tolerance and corporate takeover decisions. *Journal of Banking & Finance*, 37(7), 2457-2471.
- Gajurel, D. (2006). Macroeconomic influences on corporate capital structure. Available at SSRN 899049.
- Gathogo, G., & Ragui, M. (2014). Capital structure of Kenyan firms: What determines it. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(5), 118-125.
- Gleason, K. C., Mathur, L. K., & Mathur, I. (2000). The interrelationship between culture, capital structure, and performance: evidence from European retailers. *Journal of business research*, 50(2), 185-191.
- Gorodnichenko, Y., & Roland, G. (2011). Which dimensions of culture matter for long-run growth?. *The American Economic Review*, 101(3), 492-498.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of financial economics*, 109(1), 103-121.
- Graham, J. R., Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2015). A century of capital structure: The leveraging of corporate America. *Journal of Financial Economics*, 118(3), 658-683.
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2006). Does culture affect economic outcomes?. *Journal of Economic perspectives*, 20(2), 23-48.

- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2003). People's opium? Religion and economic attitudes. *Journal of monetary economics*, 50(1), 225-282.
- Hanousek, J., & Shamshur, A. (2011). A stubborn persistence: Is the stability of leverage ratios determined by the stability of the economy?. *Journal of corporate finance*, 17(5), 1360-1376.
- Haq, M., Hu, D., Faff, R., & Pathan, S. (2018). New evidence on national culture and bank capital structure. *Pacific-Basin Finance Journal*, 50, 41-64.
- Hilary, G., & Hui, K. W. (2009). Does religion matter in corporate decision making in America?. *Journal of Financial Economics*, 93(3), 455-473.
- Hirshleifer, D., & Thakor, A. V. (1992). Managerial conservatism, project choice, and debt. *The Review of Financial Studies*, 5(3), 437-470.
- Hofstede, G. (1983). The cultural relativity of organizational practices and theories. *Journal of international business studies*, 14(2), 75-89.
- Hofstede, G. (2003). Cultural dimensions. *www. geert-hofstede. com, consulta, 13.*
- Hofstede, G. (2001). *Culture's consequences: Comparing values, behaviors, institutions and organizations across nations*. Sage publications.
- Hong, H., Kubik, J. D., & Stein, J. C. (2004). Social interaction and stock-market participation. *The journal of finance*, 59(1), 137-163.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kale, J. R., Noe, T. H., & Ramirez, G. G. (1991). The effect of business risk on corporate capital structure: Theory and evidence. *The journal of finance*, 46(5), 1693-1715
- Kaur, R., & Rao, N. K. (2009). Determinants of Capital Structure: Experience of Indian Cotton Textile Industry. *Vilakshan: The XIMB Journal Of Management*, 6(2).
- Kayo, E. K., & Kimura, H. (2011). Hierarchical determinants of capital structure. *Journal of Banking & Finance*, 35(2), 358-371.
- Kila, S. M., & Mahmood, W. M. W. (2008). Capital structure and firm characteristics: Some evidence from Malaysian companies. *Munich Personal RePEc Archive*, 14616, 1-17.

- Kim, W. S., & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and quantitative analysis*, 21(2), 131-144.
- Köksal, B., & Orman, C. (2015). Determinants of capital structure: evidence from a major developing economy. *Small Business Economics*, 44(2), 255-282.
- Kwok, C. C., & Tadesse, S. (2006). National culture and financial systems. *Journal of International business studies*, 37(2), 227-247.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). The quality of government. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 15(1), 222-279.
- La Rocca, M., La Rocca, T., & Cariola, A. (2011). Capital structure decisions during a firm's life cycle. *Small Business Economics*, 37(1), 107-130.
- Lavezzolo, S., Rodríguez-Lluesma, C., & Elvira, M. M. (2018). National culture and financial systems: The conditioning role of political context. *Journal of Business Research*, 85, 60-72.
- Li, K., Griffin, D., Yue, H., & Zhao, L. (2011). National culture and capital structure decisions: Evidence from foreign joint ventures in China. *Journal of International Business Studies*, 42(4), 477-503.
- Li, K., Griffin, D., Yue, H., & Zhao, L. (2013). How does culture influence corporate risk-taking?. *Journal of Corporate Finance*, 23, 1-22.
- Mac an Bhaird, C., & Lucey, B. (2014). Culture's influences: An investigation of inter-country differences in capital structure. *Borsa Istanbul Review*, 14(1), 1-9.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The journal of finance*, 60(6), 2661-2700.
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small business economics*, 12(2), 113-130.
- Mihet, R. (2013). Effects of culture on firm risk-taking: a cross-country and cross-industry analysis. *Journal of Cultural Economics*, 37(1), 109-151.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.

- Moraru, M. (2012). *Debt and religion: are religious people more debt averse and have high willingness to pay their debts off?* (Master's thesis, University of Stavanger, Norway).
- Mota, J. H., & Moreira, A. C. (2017). Determinants of the capital structure of Portuguese firms with investments in Angola. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 20(1), 1-11.
- Muthama, C., Mbaluka, P., & Kalunda, E. (2013). An empirical analysis of macro-economic influences on corporate capital structure of listed companies in Kenya. *Journal of Finance and Investment Analysis*, 2(2), 41-62.
- Nash, R., & Patel, A. (2013). The impact of national culture on corporate financial decisions. *Wake Forest L. Rev.*, 48, 697.
- Neves, M. E. D. (2018). Payout and firm's catering. *International Journal of Managerial Finance*, 14(1), 2-22
- Neves, M. E., Henriques, C., & Vilas, J. (2019). Financial performance assessment of electricity companies: evidence from Portugal. *Operational Research*, 1-49.
- [Neves, M. E.](#), [Serrasqueiro, Z.](#), [Dias, A.](#) and [Hermano, C.](#) (2020), Capital structure decisions in a period of economic intervention: Empirical evidence of Portuguese companies with panel data, *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 28 No. 3, pp. 465-495, <https://doi.org/10.1108/IJAIM-08-2019-0094>
- Noussair, C. N., Trautmann, S. T., Van de Kuilen, G., & Vellekoop, N. (2013). Risk aversion and religion. *Journal of Risk and Uncertainty*, 47(2), 165-183.
- Nunkoo, P. K., & Boateng, A. (2010). The empirical determinants of target capital structure and adjustment to long-run target: evidence from Canadian firms. *Applied Economics Letters*, 17(10), 983-990.
- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. *Journal of business finance & accounting*, 28(1-2), 175-198.
- Palacín-Sánchez, M. J., Ramírez-Herrera, L. M., & Di Pietro, F. (2013). Capital structure of SMEs in Spanish regions. *Small Business Economics*, 41(2), 503-519.
- Panno, A. (2003). An empirical investigation on the determinants of capital structure: the UK and Italian experience. *Applied financial economics*, 13(2), 97-112.
- Perera, H. A. P. K. (2015). The Effects of Macroeconomic Conditions on Corporate Capital Structure: Evidence from Manufacturing Firms Listed in Colombo Stock Exchange. *International Journal of Science and Research*, 4(10), 1492-1497.

- Proença, P., Laureano, R. M., & Laureano, L. M. (2014). Determinants of capital structure and the 2008 financial crisis: evidence from Portuguese SMEs. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 150(1), 182-191.
- Psillaki, M., & Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific?. *Small Business Economics*, 33(3), 319-333.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Ramalho, J., & da Silva, J. V. (2009). A two-part fractional regression model for the financial leverage decisions of micro, small, medium and large firms. *Quantitative Finance*, 9(5), 621-636.
- 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.
- Rothonis, S., Tran, D., & Wu, E. (2016). Does national culture affect the intensity of volatility linkages in international equity markets?. *Research in International Business and Finance*, 36, 85-95.
- Sá, T. M., Neves, E. D., & Góis, C. G. (2017). The influence of corporate governance on changes in risk following the global financial crisis: evidence from the Portuguese stock market. *Journal of Management & Governance*, 21(4), 841-878.
- Silva, M. A. O. M. D., Correia, M. F., Scholten, M., & Gomes, L. F. A. M. (2008). Cultura nacional e orientação empreendedora: Um estudo comparativo entre Brasil e Portugal. *Comportamento organizacional e gestão*, 14(1), 65-84.
- Singh, D. (2016). A panel data analysis of capital structure determinants: An empirical study of non-financial firms in Oman. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(4), 1650-1656.
- Soares, A. M., Farhangmehr, M., & Shoham, A. (2007). Hofstede's dimensions of culture in international marketing studies. *Journal of business research*, 60(3), 277-284.
- Stulz, R. M., & Williamson, R. (2003). Culture, openness, and finance. *Journal of financial Economics*, 70(3), 313-349.
- Szomko, N. (2017). The Importance of Estimation Method Choice for the Analysis of the Determinants of Capital Structure—An Example of Poland. *World Journal of Applied Economics*, 3(1), 3-20.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19.

- 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*.
- Vo, X. V. (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105-113.
- Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *Journal of Financial research*, 22(2), 161-187.
- 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.
- Warner, J. B. (1977). Bankruptcy costs: Some evidence. *The journal of Finance*, 32(2), 337-347.
- Westgaard, S., Eidet, A., Frydenberg, S., & Grosås, T. C. (2008). Investigating the capital structure of UK real estate companies. *Journal of Property Research*, 25(1), 61-87.
- Williamson, O. E. (2000). The new institutional economics: taking stock, looking ahead. *Journal of economic literature*, 38(3), 595-613.
- Wua, W. L. (2016). The Impact of National Culture on Working Capital Management. Available at SSRN 2720041.
- Yolanda, K., & Soekarno, S. (2012, October). Capital structure determinants of Indonesian plantation firms: Empirical study on Indonesian Stock Exchange. In *2nd International Conference on Business, Economics, Management and Behavioral Sciences* (pp. 61-65).
- Zeitun, R., Temimi, A., & Mimouni, K. (2017). Do financial crises alter the dynamics of corporate capital structure? Evidence from GCC countries. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 63, 21-33.
- Zhang, Y. (2010). The product category effects on capital structure: evidence from the SMEs of British manufacturing industry. *International Journal of Business and Management*, 5(8), 86.
- Zheng, X., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Kwok, C. C. (2012). National culture and corporate debt maturity. *Journal of Banking & Finance*, 36(2), 468-488.