

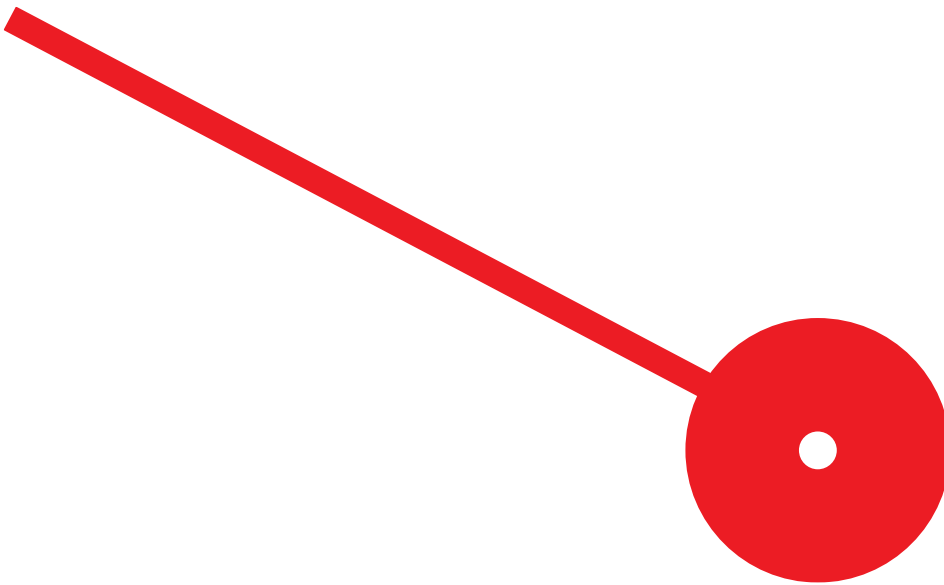
M

MESTRADO
FINANÇAS EMPRESARIAIS

**Fatores determinantes para a
decisão da política do baixo
endividamento: o caso das
empresas Portuguesas e
Espanholas do comércio por
grosso**

Ana Rita Martins de Jesus Rocha

10/2021



M

MESTRADO
FINANÇAS EMPRESARIAIS

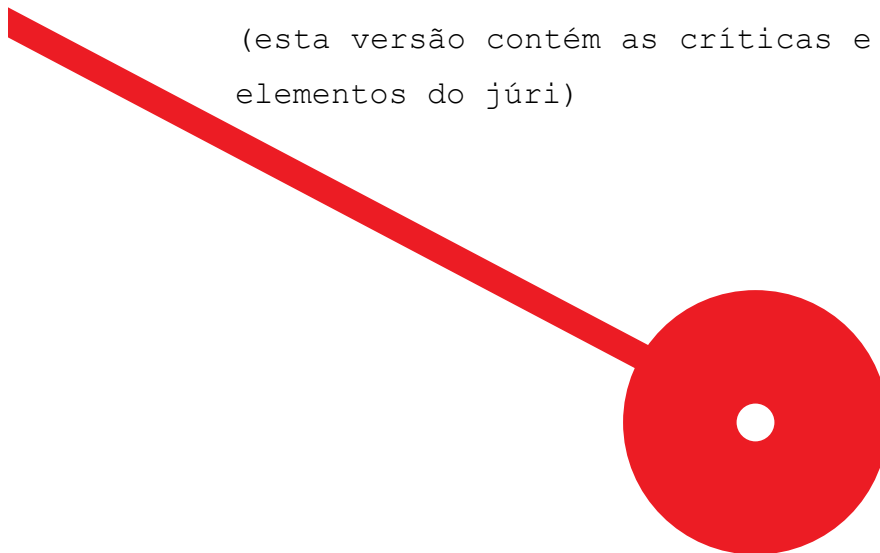
**Fatores determinantes para a
decisão da política do baixo
endividamento: o caso das
empresas Portuguesas e
Espanholas do comércio por
grosso**

Ana Rita Martins de Jesus Rocha

Dissertação de Mestrado apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Finanças Empresariais, sob orientação de Professor Doutor Armando Silva

(esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri)

Ana Rita Martins de Jesus Rocha. Fatores determinantes para a decisão da política de baixo endividamento: o caso das empresas Portuguesas e Espanholas do comércio por grosso
10/2021



Agradecimentos

A concretização desta dissertação, não teria sido possível sem o apoio e contributo de todos aqueles, que, longe ou perto, estiveram presentes e que deram a força e motivação necessária para que fosse possível concluir esta dissertação. Sem todo este apoio, não seria possível concluir esta etapa.

Um agradecimento ao meu orientador, Professor Doutor Armando Silva, pela orientação, apoio e dedicação, pelo seu tempo e disponibilidade para tudo o que fosse necessário.

Resumo

O presente estudo analisa os principais fatores pelo qual algumas empresas, portuguesas e espanholas do mesmo setor, comércio por grosso, seguem uma política de baixo endividamento. O estudo foi limitado a oito anos, entre o período de 2011 a 2018.

A metodologia utilizada consiste na estimação de um modelo de regressão linear, tendo por base um modelo econométrico do tipo *Logit*, de forma a permitir verificar quais as características das empresas que permitem seguir uma política de baixo endividamento. Num primeiro momento foi efetuado uma comparação entre as empresas com baixo endividamento, ou seja, empresa com endividamento inferior ou igual a 20%, e empresa com endividamento superior a 20%. Em seguida, foi aplicado o modelo econométrico do tipo *Logit* de forma a perceber quais os fatores que caracterizam as empresas com baixo endividamento.

Os resultados obtidos das empresas da amostra sugerem que, as empresa com baixo endividamento apresentam, em média, menos liquidez, menores valores de depósitos e caixa, e tem maior percentagem de ativos tangíveis.

O estudo do fenómeno do baixo endividamento é importante, dado que, permite perceber alguns fatores determinantes para que as empresas optem por seguir uma política de baixo endividamento e quais as causas para que isso aconteça.

Palavras Chave: Baixo Endividamento, Rentabilidade, Dimensão, Financiamento

Abstract

This study analyzes the main factors why some Portuguese and Spanish companies in the same sector, wholesale trade, follow a low debt policy. The study was limited to eight years, from 2011 to 2018.

The methodology used consists in the estimation of a linear regression model, based on a Logit econometric model, in order to verify which characteristics of the companies allow them to follow a low indebtedness policy. In a first step, a comparison was made between companies with low indebtedness, that is, companies with indebtedness lower than or equal to 20%, and companies with indebtedness higher than 20%. Then, the Logit econometric model was applied in order to understand which factors characterize the companies with low indebtedness.

The results obtained from the sample companies suggest that, on average, the companies with low debt have less liquidity, lower values of deposits and cash, and have a higher percentage of tangible assets.

The study of the low indebtedness phenomenon is important since it allows us to understand some of the determining factors for companies to choose to follow a low indebtedness policy and the causes for this to happen.

Keywords: Low Indebtedness, Renewability, Dimension, Financing

Índice geral

Introdução	1
Capítulo I– Revisão da Literatura	4
1.1 Teorias da Estrutura de Capitais.....	5
1.1.1 Abordagem Tradicional	5
1.1.2 Teoria dos Mercados Eficientes.....	5
1.1.3 Teoria do <i>Trade-Off</i>	6
1.1.4 Teoria <i>Pecking Order</i>	7
1.2 Características das empresas com baixo endividamento.....	8
1.2.1 A hipótese de subinvestimento e da flexibilidade financeira.....	10
1.2.2 A hipótese da restrição financeira.....	11
1.2.3 Inexistência de necessidades de financiamento externo	12
1.3 Aspectos Metodológicos de estudos sobre baixo endividamento empresarial 13	
Capítulo II – Metodologia.....	16
2.1. Hipóteses de Trabalho.....	17
2.2. Amostra e Base de Dados.....	17
2.3. Variáveis Utilizadas.....	19
2.4. Metodologia Econométrica.....	21
Capítulo III – Estudo Empírico.....	23
3.1. Estatísticas Descritivas e Correlações	24
3.2. Resultados.....	27
3.2.1. Amostra global.....	27
3.3. Análise de Robustez	30
Capítulo IV-Conclusão.....	35
Referências bibliográficas.....	39

Índice de Tabelas

Tabela 1: Características das empresas com baixo endividamento.....	13
Tabela 2: Peso relativo do Volume de Negócios das empresas do Setor do Comércio por Grosso relativamente ao Total das empresas Portuguesas e Espanholas-2011 a 2018. .	18
Tabela 3: Tabela Resumo das Variáveis.....	21
Tabela 4: Estatística Descritiva.	24
Tabela 5: Matriz de Correlação.	24
Tabela 6: Test T.....	25
Tabela 7: Estimativas dos coeficientes das regressões-Logit e Probit.	27
Tabela 8: Estimativas dos coeficientes das regressões-Logit para a subamostra de empresas com idade inferior a 24 anos.....	30
Tabela 9: Estimativas dos coeficientes das regressões-Logit para a subamostra de empresas com idade superior a 24 anos.....	31
Tabela 10: Estimativas dos coeficientes das regressões-Logit para a subamostra de empresas com taxa de crescimento de volume de negócios inferior a -0,0635%..	32
Tabela 11: Estimativas dos coeficientes das regressões-Logit para a subamostra de empresas com taxa de crescimento de volume de negócios superiores a -0,0635%.....	33
Tabela 12: Quadro resumo com as variáveis estatisticamente significativas.....	34

Lista de Abreviaturas

CAE – Classificação Portuguesa das Atividades Económicas

EBIT – Earnings Before Interest and Taxes (Resultado Operacional)

ROA – Return on Assets (Retorno sobre o Ativo)

SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

Ao longo dos anos, verifica-se que são cada vez mais as empresas que optam por uma política de baixo endividamento, tendo-se tornando uma questão de elevado interesse para alguns autores, como Strebulaev e Yang (2013) ou Dang (2013) ou Byoun e Xu (2013).

O fenómeno do baixo endividamento tem sido alvo de estudo por diversos autores, que procuram perceber este fenómeno e em avaliar quais os fatores determinantes do nível de baixo endividamento. As teorias da estrutura de capital foram consideradas como insuficientes na explicação do fenómeno do baixo endividamento, e deste modo, foram realizados diversos estudos sobre esta temática, onde foram adotadas novas abordagens para explicar a questão do baixo endividamento nas empresas. Esta temática do baixo endividamento foi estudada por autores como, Devos, Dhillon, Jagannathan e Krishnamurtht (2021); Dang (2013); Strebulaev e Yang (2013); Yasmin e Rashid (2019), que ao longo dos tempos tem estudado e analisado empresas de diversas nacionalidades, de modo a perceber se este é um fenómeno consistente e permanente. Contudo, nem sempre os resultados obtidos são consistentes ou compreensíveis, essencialmente por causa do país em estudo.

O principal objetivo desta dissertação é analisar o caso das empresas inseridas na secção G da Classificação Portuguesa das Atividades Económicas (CAE Rev.3) - Comércio por grosso. O estudo do fenómeno do baixo endividamento será feito durante o período de 2011 a 2018, em que se pretende analisar as características que identificam uma empresa com baixo endividamento. Assim sendo, e seguindo a metodologia aplicada por Minton e Wruck (2001) ou Strebulaev e Yang (2013), foi definido como uma empresa que apresenta um baixo nível de endividamento se apresentar um índice de dívida até 20%.

Para a realização deste trabalho, e de forma a concretizar os objetivos acima expostos, a análise foi estruturado da seguinte forma: No capítulo I será efetuado um enquadramento teórico sobre os temas abordados, isto é, um enquadramento teórico sobre as características das empresas com baixo nível de endividamento, bem como serão apresentadas as hipóteses de investigação do estudo. Em seguida, no capítulo II apresentam-se as várias metodologias de abordagem empírica usadas quer para a caracterização do setor escolhido, dos dados e variáveis recolhidas, quer para produzir as regressões usadas no teste das várias hipóteses de investigação. Note-se que para este tipo de estudo, foram utilizados os modelos que se adequam mais a avaliar a relação entre a variável dependente e as variáveis independentes, ou seja, os modelos *Logit* e *Probit*. Neste sentido, o principal objetivo na utilização destes modelos é explicar o impacto que

as diversas variáveis explicativas têm sobre a probabilidade de a empresa seguir uma política de baixo endividamento.

Serão no capítulo III apresentados os resultados dos modelos de regressão, e a sua interpretação de modo a perceber quais as características que denominam uma empresa como sendo de baixo endividamento, comparando os resultados obtidos com os estudos apresentados na revisão da literatura. Na fase final do trabalho, no capítulo IV, serão apresentadas as principais conclusões retidas, bem como, verificar se os resultados obtidos responderam às questões de investigação. Serão apresentadas, também, algumas limitações sentidas ao longo desta dissertação.

1.1 Teorias da Estrutura de Capitais

A estrutura de capital de uma empresa, define a forma como esta financia os seus ativos e investimentos, ou seja, através de uma conjugação entre capital próprio e capital alheio.

1.1.1 Abordagem Tradicional

Durand (1952) defendia que o custo de capital alheio se mantém estável até um determinado nível de endividamento a partir do qual se eleva devido ao aumento do risco de falência. Durand argumentava que como o custo do capital alheio é inferior ao custo do capital próprio, a empresa endivida-se até ao ponto em que o seu custo de capital total atinja um patamar mínimo, sendo que esse patamar é a estrutura de capital ótimo, que conduz á maximização do valor da empresa.

Brealey e Myers (1998) apresentam dois argumentos favoráveis à teoria tradicionalista. O primeiro está relacionado com a possibilidade de os investidores classificarem de forma diferente o risco financeiro gerado pelo endividamento. Neste contexto, os investidores das empresas com um endividamento considerado “moderado” poderão aceitar uma taxa de rendibilidade mais baixa do que aquela que deveria ser exigida a uma empresa com o nível de endividamento mais elevado. O segundo argumento está relacionado com o facto de os tradicionalistas admitirem a existência de um mercado de capitais imperfeito. Nestas condições, as ações das empresas em processo de alavancagem financeira serão negociadas a um preço com prémio.

1.1.2 Teoria dos Mercados Eficientes

O modelo de Modigliani e Miller (1958) tem como pressuposto o mercado de capitais eficientes. Neste sentido, estes autores defendiam que a estrutura de capitais não tinha relevância para o valor da empresa, uma vez que este é apenas determinado pelas decisões de investimento, ou seja, pelos seus ativos e oportunidades de crescimento. Modigliani e Miller (1958), desenvolvem proposições com o objetivo de demonstrar que o valor de mercado da empresa é independente das fontes de financiamento da empresa.

Na Proposição I de Modigliani e Miller (1958), estes declaram que a estrutura de capital de uma empresa é irrelevante. Em contexto de mercado de capitais perfeito, não existe possibilidade de se obterem ganhos de arbitragem, desta forma duas empresas com o mesmo grau de risco, tem o mesmo valor, independentemente da estrutura de capital que as compõe.

Na Proposição II, Modigliani e Miller (1958) estabelecem que a taxa de rendibilidade esperada pelos investidores aumenta proporcionalmente ao rácio de endividamento, calculado com base no valor de mercado da empresa. Demonstra-se que o custo de capital próprio de uma empresa aumenta em função do endividamento, pois quanto mais alavancada for a empresa, maior a rendibilidade exigida pelos acionistas, funcionando como um prémio adicional para cobrir estes riscos.

1.1.3 Teoria do *Trade-Off*

A teoria *trade-off* segundo o modelo de Modigliani e Miller (1958;1963) tem por base a relação entre os benefícios e custos do uso de dívida no financiamento das empresas. Esta teoria defende a existência de uma estrutura do capital ótima, que maximiza o valor da empresa, resultando assim num *trade-off* entre benefícios fiscais e os custos de insolvência financeira associados ao endividamento (Myers & Robichek, 1965).

De acordo com Haddad e Lotfaliei (2019) a teoria do *trade-off* sugere que as empresas escolhem um nível ótimo de alavancagem, maximizando o escudo fiscal dos juros menos os custos da dívida e ganhando os benefícios líquidos da dívida. A teoria do *trade-off* segundo Morais, Serrasqueiro e Ramalho (2020) defendem a existência de um nível alvo de dívida obtido através do equilíbrio entre os benefícios fiscais da dívida e a angústia financeira e os custos da falência aumentados pela dívida. As empresas evitam a dívida quando obtêm poucos benefícios fiscais com a sua utilização e para minimizar os custos da angústia financeira e da falência.

Segundo Miller (1977), a teoria *trade-off* verifica-se quando a maximização do valor da empresa é obtida através de financiamento por dívida, e assim proporcionar à empresa o usufruto dos benefícios fiscais decorrentes deste financiamento. Neste sentido, pretende-se que exista um nível ótimo de endividamento de modo a proporcionar um equilíbrio entre os benefícios fiscais e os custos de falência associados à dívida. São exemplos de benefícios fiscais a dedução nos impostos das despesas incorridas com juros e a redução dos custos de agência decorrentes do excedente de *cash-flows* livres. Os custos da dívida referem-se na sua maioria a custos de falência, quer diretos quer indiretos, que podem ocorrer numa situação de dívida excessiva.

Kraus e Litzenberger (1973) indicam que existem vários estudos empíricos que defendem a existência de um *trade-off* entre os benefícios fiscais provenientes do financiamento da

dívida e os custos relacionados com o endividamento. Estes autores acrescentam ainda que, o benefício fiscal adquirido através deste financiamento surge desde que as taxas de juro sejam fiscalmente dedutíveis. As empresas que se financiam por capital alheio ficam obrigadas a pagar a dívida e os respetivos juros e, como consequência, a sua alavancagem financeira origina a que o imposto diminua sobre o rendimento da empresa e, desta forma, gera lucros operacionais após impostos.

Segundo Myers (1984), esta teoria sustenta a ideia de que o endividamento traz vantagens para as empresas por meio do benefício fiscal, mas também provoca custos relacionados com a falência da empresa, sendo que a falência financeira ocorre quando as empresas não conseguem das dificuldades financeiras, os quais influenciam negativamente o valor da empresa. Se a empresa se encontra numa situação de dificuldade, começará a ter de suportar despesas que não existiriam caso a situação financeira estivesse equilibrada.

1.1.4 Teoria *Pecking Order*

Inicialmente a teoria da *Pecking Order* foi desenvolvida por Donaldson (1961) que estudou as práticas de financiamento e concluiu que a maioria das empresas preferia financiar-se primeiro com fundos internos, e, só em situações ocasionais recorrer a fontes externas. Segundo ele, os administradores evitam o financiamento externo, de forma a evitar as assimetrias de informação, a exposição às influências do mercado de capitais e as observações por parte da concorrência.

Posteriormente Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), deram um contributo na teoria defendendo que as decisões sobre a forma de financiar os investimentos não são tomadas de forma a obter uma estrutura de capitais ótima, mas sim de acordo com uma hierarquia de preferências pelas fontes de financiamento, já que os estudos afirmam que as assimetrias entre os gestores e os investidores externos provocam muitos condicionantes ao financiamento externo.

De acordo com esta teoria, num contexto de assimetria de informação entre grandes acionistas ou gestores (*insiders*) e pequenos acionistas (*outsiders*) a empresa segue uma sequência hierárquica de financiamento. Os *insiders* são mais ativos na empresa e desta forma tem melhor e mais acesso à informação sobre as respetivas empresas do que os *outsiders*, influenciando a sua ação na empresa, sobretudo quando se trata da emissão de ações em que têm mais resistência na sua emissão quando acham que o preço está demasiado baixo. Desta forma, os defensores desta teoria argumentam que, no caso de a

empresa não emitir novos títulos e recorrer apenas aos lucros acumulados que tem disponíveis para financiar as oportunidades de investimento, os problemas de assimetria de informação podem ser totalmente resolvidos.

Myers (1984) defende que no modelo *Pecking Order* as empresas não possuem metas de endividamento. Estas não têm qualquer interesse em aumentar o endividamento quando os *cash flows* são positivos e suficientes para financiar os futuros investimentos com baixo risco. Espera-se então que o endividamento diminua quando os investimentos não excederem os lucros.

Fama e French (2001) concluem que a relação entre endividamento e expectativa de investimentos é negativa e mais ténue para as empresas que não pagam dividendos. Ao contrário, para as empresas que pagam dividendos e têm grandes expectativas de investimentos, a previsão do modelo *Pecking Order* é a de que o nível de endividamento seja menor. Os autores defendem que as dívidas fazem com que os gestores fiquem tentados a investir em excesso. Consequentemente, podem chegar a utilizar recursos de terceiros como resposta aos custos de agência associados à manutenção da folga financeira.

1.2 Características das empresas com baixo endividamento

Alguns estudos recentes analisam explicitamente a prevalência de empresas com alavancagem zero. DeAngelo e Roll (2012) documentam que a incidência de empresas de baixa alavancagem nos últimos anos se deve a um aumento de empresas jovens e em crescimento que têm pouca ou nenhuma dívida.

Dang (2013) no seu estudo concluiu que as empresas britânicas com nível de alavancagem zero não eram homogêneas, e desta forma, dividiu-as em dois grupos distintos com diferentes níveis de restrições financeiras. Um dos grupos era constituído por empresas geralmente pequenas e jovens com fraco desempenho, sendo a sua política de alavancagem zero causada essencialmente pela falta de financiamento externo. O outro grupo era constituído por empresas caracteristicamente mais maduras e rentáveis que desta forma, enfrentavam menores restrições, mas também tinham menores necessidades de financiamento.

Yasmin e Rashid (2019), obtiveram resultados similares a Dang, constataram que as empresas financeiramente conservadoras são mais rentáveis, menos arriscadas, e pagam dividendos mais elevados do que as suas homólogas não conservadoras.

Byoun, Moore e Xu (2011), Devos, Dhillon, Jagannathan e Krishnamurthy (2012), Strebulaev e Yang (2013) e Dang (2013) apresentam resultados similares nos seus estudos. Referem que as empresas de alavancagem zero tendem a ser menores, pagam altas taxas de dividendos, são mais lucrativas e acumulam reservas de caixa mais elevadas relativamente às empresas altamente alavancadas.

Contudo, Bessler, Drobetz, Haller e Meier (2013) constatam que apesar de haver empresas mais lucrativas com baixo endividamento (por opção), a maior parte das empresas com baixo nível de dívida não apresentam lucro, mas sim, prejuízos e enormes dificuldades em obter empréstimos. Estas empresas tendem a ser menores, mais arriscadas e menos lucrativas. Os mesmos autores verificaram no seu estudo que as empresas com alavancagem zero tendem a acumular maior liquidez do que as outras empresas, presumivelmente numa tentativa de ganhar mais flexibilidade financeira.

Resultados similares foram apresentados por Minton e Wruck (2001) que indicaram que as empresas com características mais conservadoras apresentavam mais reservas de caixa do que as empresas altamente alavancadas, o que lhes permitia financiar os seus investimentos internamente e não ter de recorrer a financiamento externo.

Morais, Serraqueiro e Ramalho (2020), indicam no seu estudo que as empresas mais lucrativas, com mais ativos tangíveis, mais oportunidades de crescimento e mais pagamentos de dividendos têm menor propensão a recorrer à dívida, ou seja, são empresas com níveis de endividamento baixos. Concluíram também que o nível de liquidez, os incentivos fiscais e a concentração de propriedade influenciam positivamente as empresas a recorrer a dívida, isto é, tornam tais empresas mais propensas a ter maiores níveis de endividamento.

Pelo contrário, no estudo realizado por Saona, Vallelado e Martin (2020), os autores concluíram que empresas de menor dimensão, com baixo nível de ativos tangíveis e baixo nível de depreciações, baixas oportunidades de crescimento, bem uma menor concentração de propriedade, maior liquidez e lucratividade têm maior probabilidade de ter dívida zero.

Rashid e Mehmood (2017), efetuaram uma análise a diversas empresas não financeiras no Paquistão e documentaram a evidência da relação positiva entre a dimensão da empresa e a alavancagem do mercado e o rácio dívida/capital próprio. Argumentam que se espera geralmente que as grandes empresas estejam presentes num mercado mais

abrangente, tenham mais conhecimento, uma melhor reputação nos mercados de dívida, e uma menor probabilidade de falência.

Heyse (2014) com o objetivo de demonstrar o comportamento das empresas com baixo endividamento, verificou que a crise financeira não alterou a política financeira das empresas de um modo geral. Identificou diversas características nessas empresas relativas à política de baixo endividamento, nomeadamente, menor tamanho, maior Q de Tobin, maiores reservas de caixa, menores valores de ativo e maiores despesas em I&D em comparação com as empresas com maiores níveis de endividamento.

Chen e Zhang (2014) estudaram empresas chinesas e indicaram que as empresas com baixo nível de endividamento são menores, têm maior rentabilidade e maiores valores de Caixa. Tal como estes autores, Bruskeland e Johansen (2013) defendem que as empresas com baixo endividamento são menores, mais rentáveis, pagam mais impostos e têm menor ativo tangível, por comparação com as empresas alavancadas.

No entanto, há autores que parecerem justificar uma relação direta entre tangibilidade e baixa dívida. Assim sendo, Harc, M (2015) no seu estudo, mostram que nas pequenas e médias empresas os ativos de longo prazo são financiados com financiamento de longo prazo e os ativos de curto prazo são financiados com fundos de curto prazo. Estes resultados sugerem que os ativos tangíveis têm um impacto positivo na dívida de longo prazo das PME, uma vez que, os ativos tangíveis constituem um sinal positivo para as instituições financeiras, que podem requerer a venda de ativos em caso de falência. Stulz e Johnson (1985) sugerem que quanto maior for o ativo de uma empresa que possa ser utilizado como garantia, maior será o nível de endividamento, dado que, que será menos provável que essa empresa caía em incumprimento e o custo de financiamento seja também mais baixo.

1.2.1 A hipótese de subinvestimento e da flexibilidade financeira

Myers (1977) mostra que empresas com oportunidades valiosas de crescimento e com um endividamento de risco excessivo têm um incentivo para subinvestir em projetos de valor atual líquido (VAL) positivo. Este problema existe porque o retorno de um novo investimento pode reverter, parcialmente, a favor dos devedores, em vez de ser totalmente revertido para os acionistas. Uma possível solução para este problema de incentivo é que as empresas que antecipam valiosas oportunidades de crescimento futuras, reduzem a alavancagem no presente e o risco de dívida excessiva (Johnson, 2003 e Dang, 2011).

As empresas financeiramente flexíveis são mais rentáveis, apresentam taxas de crescimento mais elevadas (Yung, Li e Jian 2015) e investimentos no futuro (Ferrando, Marchica e Mura 2017).

A flexibilidade financeira representa a capacidade de uma empresa aceder a financiamento e reestruturar o seu financiamento a um baixo custo (Gamba & Triantis 2008; Bonaimé, Hankins & Harford 2013). A hipótese da flexibilidade financeira argumenta que, na presença de atritos de mercado, como a seleção adversa e os custos de transação, as empresas com grande crescimento escolherão estrategicamente ter pouca dívida, mas antes grandes reservas de tesouraria a fim de preservar o seu poder de endividamento e assim mitigar as distorções de investimento futuro (Modigliani & Miller, 1963; DeAngelo & DeAngelo, 2007; Gamba & Triantis, 2008). As empresas usam dívida de forma conservadora hoje, a fim de pouparem a sua capacidade de financiamento de novas oportunidades de investimento futuras. Desta forma, a flexibilidade financeira implica que a política de alavancagem zero de uma empresa é motivada pelo seu desejo de construir e preservar a sua flexibilidade financeira para o futuro.

1.2.2 A hipótese da restrição financeira

Em mercados de capital imperfeitos, a estrutura de capital de uma empresa é determinada não apenas pela procura de capital, mas também pela sua capacidade de captar recursos externamente. Na presença de atritos de mercado, algumas empresas podem não ser capazes de obter financiamento externo suficiente para financiar projetos de VAL positivo. Especificamente, sob assimetrias de informação, uma empresa pode ver o seu crédito condicionado, uma vez que, os credores não podem avaliar facilmente a qualidade da empresa e a qualidade de seus investimentos (Stiglitz & Weiss, 1981). Com base no risco moral, se as empresas não tiverem uma boa reputação no mercado obrigacionista, podem não ter acesso ao financiamento através de empréstimos. Devido à assimetria de informação e ao risco moral, alguns projetos de VAL positivo não têm acesso a financiamento externo adequado, o que leva as empresas a optarem por financiamento com menor endividamento, sendo mesmo forçadas a utilizar uma política de alavancagem zero (Bolton & Freixas, 2000).

Devos et al. (2012) concluíram que as empresas que optam por uma política alavancagem zero têm necessidades de financiamento da dívida, mas são forçadas a seguir uma política de alavancagem zero devido a restrições financeiras. Quando surgem grandes projetos

que são rentáveis mesmo com custos de financiamento externo mais elevados, podem utilizar o financiamento por dívida para satisfazer as necessidades de investimento em vez de abdicarem da oportunidade de investimento (Devos et al., 2012). Assim, a restrição financeira é um dos fatores mais diretos que leva as empresas a optarem pela política de alavancagem zero.

1.2.3 Inexistência de necessidades de financiamento externo

Com base nos custos financeiros, Myers e Majluf (1984) e Myers (1984) propuseram a teoria do *Pecking Order*, segundo a qual as empresas cotadas preferem o financiamento interno ao financiamento externo e preferem o financiamento da dívida ao financiamento de capitais próprios, devido aos problemas de agência, assimetria de informação e dos custos de transação em mercados de capitais imperfeitos. Assim, uma das razões para as empresas cotadas optarem por uma política de alavancagem zero é que o financiamento interno pode satisfazer plenamente as necessidades de investimento externo. Ou seja, as empresas sem necessidades de financiamento externo podem vir a tornar-se empresas de alavancagem zero.

Booth et al. (2001) mostram que as empresas rentáveis têm menos procura de financiamento externo. Contrariamente, Minton e Wruck (2001) sugerem que a capacidade de financiamento interno da própria empresa é a razão mais importante para as empresas adotarem o conservadorismo financeiro. As empresas cotadas na fase de crescimento têm maior capacidade de financiamento interno, menor procura de financiamento externo e, normalmente, mantêm uma política de baixo endividamento. Assim, a ausência de necessidades de financiamento externo pode ser uma das motivações para as empresas optarem por uma política de alavancagem zero.

Desta forma, em resumo, pode-se verificar na tabela (1) algumas explicações para o baixo endividamento, bem como, os autores correspondentes a cada explicação.

Explicações Baixo Endividamento	Autores
Subinvestimento e Flexibilidade Financeira	<ul style="list-style-type: none"> ○ Myers (1977) ○ Johnson (2003) ○ Dang (2011) ○ Yung, Li e Jian (2015) ○ Gamba e Triantis (2008) ○ Bonaimé, Hankins e Harford (2013) ○ Modigliani e Miller (1963) ○ DeAngelo e DeAngelo (2007) ○ Ferrando, Marchica e Mura (2017)
Restrições Financeiras	<ul style="list-style-type: none"> ○ Stiglitz e Weiss (1981) ○ Bolton e Freixas (2000) ○ Rashid e Mehmood (2017) ○ Devos, Dhillon, Jagannathan e Krishnamurthy (2012)
Sem Necessidades de Financiamento	<ul style="list-style-type: none"> ○ Myers e Majluf (1984) ○ Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt e Maksimovic (2001) ○ Minton e Wruck (2001)

Tabela 1: Características das empresas com baixo endividamento. Fonte: Elaboração própria

1.3 Aspectos Metodológicos de estudos sobre baixo endividamento empresarial

Dang (2013), elaborou um estudo onde analisa as empresas do Reino Unido durante o período de 1980-2007. Excluíram da amostra empresas de serviços públicos e financeiras (uma vez que tem uma regulação diferente e também estruturas de capital diferentes), bem como empresas onde faltam dados para as variáveis de interesse. A amostra final compreende 3.082 empresas e 25.408 observações de ano de empresa. Para este estudo utilizaram os estimadores logísticos e OLS, tendo como variáveis explicativas: a dimensão da empresa, idade, oportunidades de crescimento, cash holding, taxa de imposto, escudo fiscal, tangibilidade, z-score, fluxos de caixa, rácio de pagamento de dividendos, volatilidade dos ganhos, taxa real de crescimento da GDP, estrutura temporal das taxas de juro e prémio do capital próprio. O autor mostrou que a

percentagem de empresas que assumia uma política de endividamento zero rondava os 12%. No estudo de Dang, os resultados sugerem que o fenómeno do baixo endividamento pode ser plausivelmente explicado por uma combinação de considerações de restrições financeiras e de subinvestimento e flexibilidade financeira.

Bessler, Drobetz, Haller e Meier (2013) analisam empresas com uma política de baixo endividamento entre 1988 e 2011. Recolheram dados anuais do balanço e do mercado de empresas cotadas dos Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Alemanha e Japão da base de dados Compustat Global. A amostra consiste em empresas industriais ativas e inativas. Dada a especificidade dos seus negócios, as empresas financeiras e de serviços públicos são omitidas da amostra. Excluíram também as empresas que não possuam um setor industrial ou um código de país na base de dados, bem como as empresas com balanços não consolidados. A amostra era constituída por 13.897 empresas consolidadas (8.692 ativas e 5.205 inativas). Num primeiro passo, fizeram regressões logísticas anualmente usando a amostra completa e num segundo passo calcularam a probabilidade de cada empresa manter uma política de alavancagem zero. As variáveis eram as quatro variáveis padrão da estrutura de: rendibilidade, *market-to-book ratio*, tamanho e tangibilidade. Neste estudo, concluíram em 1988 que 8% de todas as empresas da amostra de mercados desenvolvidos evitam o uso de dívida financeira. Contudo, em 2011 a percentagem de empresas que optam por não usar dívida aumentou para 26%. Os autores verificaram que, as empresas com baixo endividamento são sobretudo aquelas que são constrangidas pela sua capacidade de endividamento. Desta forma, as empresas acumulam maiores reservas de caixa numa tentativa de aumentar a flexibilidade financeira.

Num estudo mais recente Yasmin e Rashid (2019), analisam a prevalência e os fatores determinantes para o conservadorismo financeiro nas empresas não financeiras paquistanesas durante o período 1998-2014. A amostra consiste em 430 empresas de 28 sectores diferentes produzindo 5.664 observações. Utilizaram como variáveis a dimensão, idade, tangibilidade, fluxos de caixa, oportunidades de crescimento, o investimento futuro, rentabilidade, despesas do capital. Para efetuar a sua análise utilizaram o modelo *Logit*. Os resultados do estudo mostram que aproximadamente 14% das observações mostram que as empresas são financeiramente conservadoras. O rácio de conservadorismo financeiro quase duplicou durante esse período, passando de 11,25% em 1999 para 20,76% em 2014. Entretanto, os resultados da análise efetuada revelam que a flexibilidade financeira é o principal motivo para evitar o financiamento da dívida.

Huang, Li e Gao (2017) investigaram as motivações das empresas que escolhem a política de alavancagem zero pois acreditavam que os estudos apresentados não se tinham fixado no porquê de as empresas escolherem uma política de alavancagem zero e para estes autores os resultados não eram abrangentes e consistentes. Utilizando uma amostra de empresas (ativas e inativas) cotadas na bolsa de valores de Xangai e Shenzhen na China de 2007 a 2014, através do modelo *Logit* verificaram que as empresas sem necessidades de financiamento externo têm mais probabilidades de se tornarem empresas de alavancagem zero, mas também que as restrições financeiras e a flexibilidade financeira são importantes razões para explicar o fenómeno do baixo endividamento.

Tendo em consideração os objetivos subjacentes na presente dissertação, serão apresentados neste capítulo a amostra de empresas considerada no estudo, as variáveis utilizadas e testadas, as estatísticas descritivas das mesmas, bem como a metodologia econométrica usada para testar as hipóteses referidas.

Numa primeira fase serão apresentados os dados utilizados e a amostra de empresas utilizada. Num segundo momento, serão descritas as variáveis aplicadas. Por último, será explicada a metodologia econométrica a utilizar, de forma, a ser possível testar as hipóteses estabelecidas.

2.1. Hipóteses de Trabalho

Tendo em consideração os dados disponíveis para a amostra e a literatura existente, pretende-se analisar as características das empresas que estão mais associadas à existência da política de baixo endividamento financeiro.

Assim sendo, definem-se as seguintes hipóteses de investigação:

H1) As empresas mais rentáveis têm maior probabilidade de terem baixo endividamento (Yasmin e Rashid, 2019).

H2) As empresas com mais Depósitos Bancários e Caixa têm maior probabilidade de terem baixo endividamento (Strebulaev e Yang, 2013).

H3) As empresas com mais Liquidez têm maior probabilidade de terem baixo endividamento (Bessler, Drobetz, Haller e Meier, 2013).

H4) As empresas com menos Tangibilidade têm maior probabilidade de terem baixo endividamento (Bruskeland e Johansen, 2013).

As hipóteses definidas, devem refletir o efeito que as variáveis explicativas têm sobre a variável explicada, ou seja, a probabilidade de uma empresa ter baixo endividamento.

2.2. Amostra e Base de Dados

A presente amostra foi retirada da base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), fornecida pelo Bureau Van Dijk e AMADEUS. Esta base de dados compila um conjunto de informação financeira e não financeira de empresas portuguesas e espanholas, resultante da recolha de dados contabilísticos e relatórios oficiais das mesmas.

Inicialmente, começou-se a delimitar a amostra, em que, se considerou apenas as empresas inseridas na secção G da Classificação Portuguesa das Atividades Económicas (CAE Rev.3) - Comércio por grosso. A escolha do setor deveu-se ao facto de o mesmo ter um grande peso ao nível volume de negócios das empresas face ao volume de negócios do total das empresas portuguesas e espanholas. Atendendo aos dados disponibilizados pelo portal Pordata no período entre 2011 a 2018, verifica-se que as empresas do setor, em média, representam cerca de 42% do volume de negócios.

Anos	Total		Comércio por grosso e retalho		Peso Setor do Total Volume de negócios	
	ES - Espanha	PT - Portugal	ES - Espanha	PT - Portugal	ES - Espanha	PT - Portugal
2011	1597864,9	288636,2	654532,9	125852	41%	44%
2012	1510251,2	267581,5	625704	117347,4	41%	44%
2013	1460226,6	264625,1	619685,6	116784,8	42%	44%
2014	1527910,1	269368,2	656526,5	119578,7	43%	44%
2015	1596158,0	277264,7	682057,6	123744,5	43%	45%
2016	1656366,5	285282,1	724594,1	128087,7	44%	45%
2017	1770870,4	313172,7	770133,2	137458,5	43%	44%
2018	1847483,6	334821,9	751329,9	146251	41%	44%

Tabela 2: Peso relativo do Volume de Negócios das empresas do Setor do Comércio por Grosso relativamente ao Total das empresas Portuguesas e Espanholas-2011 a 2018. Fonte: PORDATA (Elaboração Própria)

Em seguida, o estudo foi limitado a oito anos, assim sendo, a amostra compreende-se entre 2011 e 2018. Num outro ponto, a amostra foi também delimitada a empresas portuguesas e espanholas que possuam forma jurídica como: sociedades por quotas e sociedades anónimas, que se encontram ativas durante o período em análise e que tenham no mínimo 5 empregados.

Em relação à base de dados, a mesma apresenta uma amostra corresponde a um total de 1.349 empresas, onde se incluiu apenas empresas ativas em 2020. Desta forma, a amostra ficou com um total de 10.792 observações, ou seja, 8 observações para cada empresa que corresponde ao período de anos em análise.

Da amostra foram também só consideradas empresas que continham toda a informação necessária ao estudo, isto é, empresas cuja informação era existente para todas as variáveis, bem como para todos os anos. Com o objetivo de remover *outliers* da amostra, as observações com valores superiores/inferiores ao percentil 95 e 5 por cento, respetivamente, da distribuição das variáveis em análise assumiram os valores desses percentis.

Assim sendo, como escolha do nível de endividamento, foi seguida a metodologia aplicada por Minton e Wruck (2001) ou Strebulaev e Yang (2013), em que definem uma empresa que apresenta um baixo nível de endividamento se apresentar um índice de dívida até 20%.

2.3. Variáveis Utilizadas

As variáveis escolhidas foram definidas atendendo aos objetivos do estudo, tendo em consideração a revisão da literatura aplicada.

As variáveis explicativas referem-se aos indicadores financeiros e a outras características das empresas, e estas seguem a literatura existente sobre o baixo endividamento: ROA, Rendibilidade, Liquidez, Depósitos Bancários e Caixa, Tangibilidade, Taxa de Crescimento do Volume de Negócios, o *Non Debt Tax Shields*, a Idade e a Concentração de Propriedade.

Detalhando um pouco mais, ROA e VN foram utilizados por Rodrigues (2016); a Idade foi utilizada por Strebulaev e Yang (2013); utilizam o DO Bruskeland e Johansen (2013); a Liquidez utilizada por Bessler, Drobetz, Haller e Meier (2013) e o Non Debt Tax Shields e Tangibilidade utilizados por Yasmin e Rashid (2019).

Já a variável explicada será uma variável *dummy* que representa a probabilidade de uma empresa ser pouco endividada. Ou seja, assume-se o valor de no 1 no caso de a empresa seguir uma política de baixo endividamento e o valor de 0 no caso contrário.

Desta feita, considera-se como principal objetivo, analisar o efeito que cada uma das variáveis indicadas anteriormente, tem no endividamento das empresas, demonstrando a relação que favorece o baixo endividamento ou prejudicam.

Variável Explicada:

Baixo Endividamento (END):¹ determinado por um variável binária que assume o valor 1 quando rácio de endividamento é inferior a 20% e o valor de 0 quando o rácio é igual ou superior a 20%. O endividamento foi calculado como o rácio entre o passivo total e o ativo total.

¹Embora o cálculo do endividamento fosse mais realista, não considerando o passivo não financeiro, optou-se por calcular o endividamento com o total do passivo neste caso das empresas Portuguesas e Espanholas, caso contrário, o nível de endividamento seria ainda mais baixo tornando o estudo mais difícil de realizar.

Variáveis Explicativas:

Retorno sobre o ativo (ROA): o ROA é considerado um dos indicadores mais comuns no que respeita à medição do desempenho económico de uma empresa. Esta variável é medida como o rácio entre o resultado líquido sobre o ativo total.

Rendibilidade (REND): a rendibilidade permite avaliar o desempenho operacional da empresa. Esta variável é definida pelo rácio EBIT-Earnings Before Interest and Taxes (Resultados Operacionais) sobre o ativo total.

Liquidez (LIQ): a liquidez é uma variável definida pelo rácio de liquidez geral que corresponde ao ativo corrente sobre o passivo corrente.

Depósitos Bancários e Caixa (DO): variável que menciona as disponibilidades financeiras de uma empresa. Assim sendo, é medida pelo rácio dos depósitos bancários e caixa sobre o total do ativo.

Tangibilidade (TANG): variável definida como o rácio dos ativos tangíveis da empresa sobre o total dos ativos.

Taxa de Crescimento do Volume de Negócios (TXCRESC): corresponde à quantia líquida das vendas e prestações de serviços respeitantes à atividade da empresa. A variável é calculada pela taxa de crescimento do volume de negócios, a partir das variações do volume de negócios de cada empresa entre anos consecutivos.

Non Debt Tax Shields (NDTS): variável que traduz os benefícios fiscais sem dívida. É medida pela soma das amortizações, depreciações e provisões.

Idade (AGE): variável medida pela diferença entre o ano em estudo e o ano de constituição da empresa.

Concentração de Propriedade (CP): medida pelo nº de acionistas que compõe a estrutura de propriedade da empresa.

Variável Independente

. END (Endividamento)

Variáveis Dependentes

. ROA (Retorno sobre o Ativo)

. REND (Rendibilidade)

. LIQ (Liquidez)

. DO (Depósitos Bancários e Caixa)

. TANG (Tangibilidade)

. TXCRESC (Taxa de Crescimento do Volume de Negócios)

. NDTs (Non Debt Tax Shields)

. AGE (Idade)

. CP (Concentração de Propriedade)

Tabela 3: Tabela Resumo das Variáveis. Fonte: Elaboração Própria

2.4. Metodologia Econométrica

Num primeiro momento, será apresentada a matriz de correlação de *Pearson*, no sentido de verificar o grau de correlação entre as variáveis a aplicar no estudo, bem como a existência de algum problema de multicolineariedade entre as variáveis.

Em seguida, será apresentada a análise de regressão, em que o modelo a usar será um modelo de regressão não linear, onde a variável dependente corresponde a uma variável *dummy* que assume o valor de 1 quando a empresa tem, em cada ano, um nível de endividamento inferior ou igual a 20%, e o valor de 0 quando a empresa, em cada ano, apresenta um nível de endividamento superior a 20%.

Para este tipo de estudo, os modelos que se adequam mais a avaliar a relação entre a variável dependente e as variáveis independentes são o modelo *Logit* e o modelo *Probit*. Neste sentido, o principal objetivo na utilização destes modelos é explicar o impacto que as variáveis têm sobre a probabilidade de a empresa seguir uma política de baixo endividamento.

O modelo *Probit* adota uma distribuição de probabilidade normal, enquanto o modelo *Logit* adota uma distribuição de probabilidade do tipo logístico, sendo que estes dois modelos são muito similares, os seus resultados também e podem ser utilizados de forma cumulativa.

Assim sendo, através destes modelos será possível analisar as características das empresas que levam as mesmas a seguir uma política de baixo endividamento, permitindo, validar ou rejeitar as hipóteses inicialmente apresentadas.

O modelo será estimado da seguinte forma:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1ROA_{i,t-1} + \beta_3REND1_{i,t-1} + \beta_4TANG_{i,t-1} + \beta_5LIQ_{i,t-1} + \beta_6DO_{i,t-1} + \beta_7TXCRESC_{i,t-1} + \beta_8NDTS_{i,t-1} + \beta_9AGE_{i,t-1} + \beta_{10}CP_{i,t-1}$$

em que: $Y_{i,t}$ corresponde à observação da empresa i para determinado ano t (durante 2011 e 2018), que corresponde a 1 se a empresa tiver nesse ano um baixo endividamento ($\leq 20\%$) e 0 se não tiver baixo endividamento ($> 20\%$).

CAPÍTULO III – ESTUDO EMPÍRICO

3.1. Estatísticas Descritivas e Correlações

Na tabela (4) apresentada em seguida, serão apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis.

Variável	Observações	Média	Mediana	D.P.	Mínimo	Máximo
ROA (%)	10792	0,0252	0,0167	0,0355	-0,0435	0,1088
REND (%)	10792	0,0441	0,0355	0,0432	-0,0356	0,1460
LIQ (%)	10792	1,849	1,539	0,9695	0,770	4,455
DO (%)	10792	0,0822	0,0488	0,0840	0,0033	0,2976
TANG (%)	10792	0,0055	0,00014	0,0130	0,0000	1,0000
NDTS (€)	10792	107,52	54,608	143,422	9,902	593,214
TXCRESC (%)	10792	-0,0635	-0,0405	0,0628	-0,9655	0,1184
AGE (anos)	10792	24,79	24,00	9,0626	11,00	45,00
CP (n°)	10792	2,299	2,00	1,1889	1,00	5,00

Tabela 4: Estatística Descritiva. Fonte: Elaboração Própria

A tabela (4) apresenta a estatística descritiva das variáveis explicativas. Verifica-se que a amostra é composta por 10.792 observações que representam um total de 1.049 empresas. Em média, as empresas da amostra, apresentam uma rentabilidade positiva. Salienta-se também que ao nível do ROA e da REND, em média, apresentam baixos valores.

	ROA	REND	LIQ	DO	END	TANG	NDTS	TXCRESC	AGE	CP
ROA	1									
REND	0,48***	1								
LIQ	0,23***	0,08***	1							
DO	0,32***	0,16***	0,26***	1						
END	-0,07***	-0,01	-0,40***	-0,12***	1					
TANG	-0,01	-0,01	-0,11***	-0,04***	0,06	1				
NDTS	0,01	-0,01	-0,03***	-0,06***	0,00	0,20***	1			
TXCRESC	0,13***	0,07***	-0,02	0,04***	0,02	0,02	0,00	1		
AGE	0,01	0,02*	0,01	-0,01	0,00	0,02*	0,03***	0,03***	1	
CP	-0,01	0,01	0,01	-0,01	0,00	0,01	-0,01	-0,01	0,17***	1

*Correlação significativa a 5% e *** Correlação significativa a 0,1%

Tabela 5: Matriz de Correlação. Fonte: Elaboração Própria

Nos modelos serão utilizadas as variáveis explicativas em simultâneo, e desta forma, urge a necessidade de perceber a correlação entre elas através dos coeficientes de correlação de *Pearson*. Neste sentido, apresenta-se os coeficientes na tabela (5).

Através da Matriz de Correlação apresentada é possível verificar que existe uma maior correlação entre REND e ROA, sendo que essa correlação se deve à proximidade do cálculo dos rácios.

Desta feita, será apresentada a tabela (6), em que os valores das estatísticas descritivas das variáveis serão divididas em dois grupos, ou seja, as empresas que tem baixo endividamento (END=1) e as que não tem baixo endividamento (END=0). Foi efetuado um teste de hipóteses e modo a analisar se existem diferenças significativas nas variáveis para o endividamento 0 e para o endividamento 1. Desta forma, o teste de hipóteses utilizado foi o Teste t sendo este um teste de hipótese que usa conceitos estatísticos para rejeitar ou não uma hipótese nula.

	MÉDIA		P-VALUE
	END=1	END=0	
ROA	0,025	0,038	7,429e ⁻⁰⁹
REND	0,044	0,047	0,2751
LIQ	1,776	3,943	2,2e ⁻¹⁶
DO	0,080	0,136	2,2e ⁻¹⁶
TANG	0,0057	0,0016	2,2e ⁻¹⁶
NDTS	107,41	110,66	0,645
TXCRESC	-0,063	-0,069	0,3377
AGE	24,795	24,729	0,8692
CP	2,2998	2,2679	0,599

Tabela 6: Test T. Fonte: Elaboração Própria

Analisando os valores da tabela, começando pela análise do ROA, verifica-se que, em média, as empresas com baixo endividamento apresentam menor ROA do que as empresas mais alavancadas. Uma vez que o p-value é inferior a 5%, rejeita-se a hipótese nula, ou seja, existem diferenças significativas no valor do ROA quando a empresa tem endividamento 0 ou quando tem endividamento 1.

Ao nível da REND, verifica-se que, em média, as empresas com baixo endividamento apresentam menor REND do que as empresas com endividamento, sendo que a diferença é reduzida. Contudo, o p-value é superior a 5%, e desta forma não se rejeita a hipótese nula, ou seja, não existem diferenças significativas no valor da REND quando a empresa tem endividamento 0 ou quando tem endividamento 1.

Analisando a LIQ, verifica-se que, em média, as empresas com baixo endividamento apresentam menor LIQ do que as empresas com endividamento. Dado que o p-value é inferior a 5%, rejeita-se a hipótese nula, ou seja, existem diferenças significativas no valor do LIQ quando a empresa tem endividamento 0 ou quando tem endividamento 1.

No caso do DO, verifica-se que, em média, as empresas com baixo endividamento apresentam menor DO do que as empresas com endividamento. Contudo, o p-value é inferior a 5%, rejeita-se a hipótese nula, ou seja, existem diferenças significativas no valor do DO quando a empresa tem endividamento 0 ou quando tem endividamento 1.

Observando a variável TANG, verifica-se que, em média, as empresas com baixo endividamento apresentam maior TANG do que as empresas com endividamento. Contudo, o p-value é inferior a 5%, rejeita-se a hipótese nula, ou seja, existem diferenças significativas no valor da TANG quando a empresa tem endividamento 0 ou quando tem endividamento 1.

Analisando o NDTs, verifica-se que, em média, as empresas com baixo endividamento apresentam menor NDTs do que as empresas com endividamento. Dado que, o p-value é superior a 5%, não se rejeita a hipótese nula, ou seja, não existem diferenças significativas no valor da NDTs quando a empresa tem endividamento 0 ou quando tem endividamento 1.

Ao nível da TXCRESC, verifica-se que, em média, as empresas com baixo endividamento apresentam menor TXCRESC do que as empresas com endividamento, sendo que a diferença é reduzida. Uma vez que, o p-value é superior a 5%, não se rejeita a hipótese nula, ou seja, não existem diferenças significativas no valor da TXCRESC quando a empresa tem endividamento 0 ou quando tem endividamento 1.

No que respeita à variável AGE, verifica-se que, em média, as empresas com baixo endividamento apresentam maior AGE do que as empresas com endividamento, sendo que a diferença é reduzida. Uma vez que, o p-value é superior a 5%, não se rejeita a hipótese nula, ou seja, não existem diferenças significativas no valor da AGE quando a empresa tem endividamento 0 ou quando tem endividamento 1.

Ao nível da CP, verifica-se que, em média, as empresas com baixo endividamento apresentam maior CP do que as empresas com endividamento, sendo que a diferença é reduzida. Uma vez que, o p-value é superior a 5%, não se rejeita a hipótese nula, ou seja,

não existem diferenças significativas no valor da CP quando a empresa tem endividamento 0 ou quando tem endividamento 1.

Para concluir, verifica-se que nas variáveis ROA, LIQ, DO e TANG se verificam diferenças estatisticamente significativas, enquanto nas restantes variáveis essa diferenças não se verificam.

3.2. Resultados

Em seguida, serão evidenciados os resultados obtidos pelos modelos de regressão propostos no capítulo anterior, sendo que será efetuada uma exposição e interpretação de todos os coeficientes das variáveis explicativas.

3.2.1. Amostra global

Na seguinte tabela (6), serão apresentadas as estimativas dos coeficientes de regressão, quer modelo *Logit*, quer pelo modelo *Probit*.

	LOGIT				PROBIT			
	Estimate	Std.Error	Z Value	Pr (> Z)	Estimate	Std.Error	Z Value	Pr (> Z)
INTERCEPT	8,2773	0,3666	22.60	<2e ^{-16***}	3,9721	0,1642	24,195	<2e ^{-16***}
ROA	0,0795 (1,0828)	1,911	0,042	0,9668	0,3160 (1,3716)	0,9990	0,316	0,7518
REND	2,0491 (7,7609)	1,561	1,313	0,1892	0,7415 (2,0992)	0,8102	0,915	0,3600
LIQ	-1,7136 (0,1802)	0,071	-24,18	<2e ^{-16***}	-0,7903 (0,4537)	0,0316	-25,030	<2e ^{-16***}
DO	-1,7919 (0,16664)	0,653	-2,745	0,0061**	-0,7766 (0,4599)	0,3430	-2,264	0,0236*
TANG	33,736 (44,809)	11,93	2,828	0,0047**	18,0084 (66,213)	5,7348	3,140	0,0017**
NDTS	-0,000848 (0,99915)	0,00046	-1,846	0,0649.	-0,00042 (0,9996)	0,00023	-1,801	0,0717.
TXCRESC	0,02799 (1,323)	0,892	0,314	0,7536	0,2373 (1,2678)	0,4661	0,509	0,6107
AGE	0,0014 (1,0014)	0,0075	0,192	0,8474	0,00105 (1,0011)	0,0038	0,277	0,7819
CP	0,0166 (1,0168)	0,054	0,308	0,7578	0,0048 (1,0048)	0,0276	0,173	0,8629

Na coluna designada por Estimate serão apresentados os coeficientes do modelo, e por baixo o efeito marginal sobre a variável explicada.

Tabela 7: Estimativas dos coeficientes das regressões-Logit e Probit. Fonte: Elaboração Própria.

Analisando a tabela (7), verifica-se que, no modelo *Logit* e no modelo *Probit* os resultados apresentados são similares. Assim sendo, para a presente análise serão apenas considerados os resultados relativos ao modelo *Logit*.

Observando os resultados na tabela (7), verifica-se que a variável TANG tem uma influência positiva para que as empresas tenham baixo endividamento, significando que sempre que aumentar o nível de tangibilidade de uma empresa, aumenta a probabilidade de ser uma empresa com baixo endividamento. Por sua vez, a LIQ, DO e NDTs têm uma influência negativa na probabilidade de uma empresa ter baixo endividamento, visto que, apresentam um coeficiente negativo e estatisticamente significativo.

Desta forma, serão analisadas as variáveis individualmente e o impacto que cada uma tem no baixo endividamento das empresas da amostra, confrontando os resultados obtido com o que seria esperado, isto é, verificar se estão em concordância com os resultados de outros autores mencionados anteriormente na revisão da literatura.

Na variável Liquidez, verifica-se que, se existir um aumento de 1 p.p. na liquidez de uma empresa, mantendo-se tudo o resto constante, isso vai provocar uma diminuição na probabilidade de a empresa ter baixo endividamento em 18,02%² (por relação com a probabilidade de não ser classificada como tendo baixo endividamento). Assim sendo, as empresas com níveis de liquidez mais elevado são, em média, mais endividadas. De acordo com estes resultados, não é possível validar a H3 em que indicamos que empresas com mais liquidez, em média, tem menos endividamento. Morais, Serraqueiro e Ramalho (2020), nos seus resultados mencionam que o nível de liquidez de uma empresa tem uma influência positiva na sua decisão de recorrer a dívida.

Um aumento de 1 p.p. nos Depósitos Bancários e Caixa da empresa, mantendo-se o resto constante, vai provocar uma diminuição da probabilidade de a variável *dummy* baixo endividamento assumir o valor de “1” em 16,66%, por relação com a probabilidade de não assumir esse valor “1”. Logo, as empresas com menos disponibilidades financeiras têm maior probabilidade de terem baixo endividamento. Os resultados não permitem

² Para uma interpretação mais enriquecida é necessária a transformação do coeficiente, ou seja, que seja efetuada a exponenciação da(s) variável(eis) da regressão. Assim, obtém-se a razão das chances para as variáveis independentes. Cada coeficiente exponencial é a razão de duas chances, ou a mudança nas probabilidades na escala multiplicativa para um aumento unitário na variável preditora correspondente, mantendo outras variáveis em determinado valor. Isto significa que o aumento de uma unidade numa variável preditora, mantendo-se constantes as restantes variáveis predictoras, traduz-se numa multiplicação do odds ratio pelo fator e^{β_i} .

validar a H2 onde foi indicado que as empresas com mais Depósitos Bancários e Caixa têm em média baixo endividamento. Os resultados obtidos são contrários aos apresentados por Minton e Wruck (2001), que indicaram que as empresas com características mais conservadoras apresentavam mais reservas de caixa do que as empresas altamente alavancadas, o que lhes permitia financiar os seus investimentos internamente e não ter de recorrer a financiamento externo.

No que respeita à Tangibilidade, verifica-se que, o aumento de 1% na tangibilidade dos ativos da empresa, mantendo-se o resto contante, aumenta em 44,809% a probabilidade de a empresa ter baixo endividamento por relação com a probabilidade de não ter baixo endividamento. Neste sentido, empresas com maior percentagem de ativos tangíveis têm maior probabilidade de terem baixo endividamento. Os resultados não permitem validar a H4) onde foi indicado que as empresas com menos Tangibilidade têm em média baixo endividamento. Estes resultados são contrários aos apresentados pelos autores Bruskeland e Johansen (2013) que defendem que as empresas com baixo endividamento têm menor ativo tangível.

Analisando a variável *Non Debt Tax Shields*, verifica-se que, um aumento de 1% no *Non Debt Tax Shields*, mantendo-se tudo o resto contante, diminui em 99,91% a probabilidade de a empresa ter baixo endividamento, por relação com a probabilidade oposta. Este resultado vai ao encontro ao obtido por Soana, Vallelado e Martin (2020), em que demonstram que a probabilidade de uma empresa ter baixo endividamento diminui quando o NDTS aumenta.

Desta feita, pode-se concluir que, as empresas portuguesas e espanholas do setor em estudo, que apresentam baixo endividamento, isto é, endividamento inferior ou igual a 20%, apresentam, em média, menos liquidez, menores valores de depósitos e caixa e tem maior percentagem de ativos tangíveis.

Com resultados contrários a outros autores, o presente estudo, não foi possível validar as H2), H3) e H4), em que as empresas com baixo nível de endividamento apresentam, em média, menores valores de depósitos e caixa, assim como menor liquidez, bem como maior tangibilidade. Face à variável REND não ser estatisticamente significativa, não será possível validar a H1).

3.3. Análise de Robustez

Tendo em vista robustecer as conclusões obtidas anteriormente, a amostra foi repartida em subgrupos distintos de dados, de forma a perceber se os resultados obtidos são consistentes. Assim sendo, os subgrupos da amostra serão relativos à idade da empresa e à taxa de crescimento do volume de negócio.

<i>LOGIT</i>				
	Estimate	Std.Error	Z Value	Pr (> Z)
ROA	2,3914 (10,929)	2,807	0,852	0,3943
REND	2,2307 (9,306)	2,347	0,951	0,3418
LIQ	-1,809 (0,164)	0,102	-17,80	<2e ^{-16***}
DO	-1,287 (0,276)	0,938	-1,371	0,1703
TANG	36,651 (82,690)	17,39	2,107	0,0351 *
NDTS	-0,0011 (0,999)	0,00061	-1,960	0,0499*
TXCRESC	0,7192 (2,053)	1,128	0,637	0,5239
AGE	0,0052 (1,0051)	0,0104	0,495	0,6205
CP	0,0528 (1,054)	0,0762	0,693	0,4886

Tabela 8: Estimativas dos coeficientes das regressões-Logit para a subamostra de empresas com idade inferior a 24 anos. Fonte: Elaboração Própria.

Analisando os resultados na tabela (8), em que consideramos a subamostra de empresas com idade inferior à média, isto é, 24 anos, verifica-se que a variável TANG tem uma influência positiva nas empresas que tenham baixo endividamento. Por seu lado, a LIQ e NDTS têm uma influência negativa na probabilidade de uma empresa ter baixo endividamento, visto que, apresentam um coeficiente negativo. Nesta subamostra conclui-se que, das 4 variáveis estatisticamente significativas da amostra global apenas a variável DO perdeu relevância estatística. Entretanto, mantendo-se três variáveis relevantes: a TANG com influência positiva no baixo endividamento, enquanto, a influenciar de forma negativa o baixo endividamento temos agora apenas a LIQ e NDTS.

<i>LOGIT</i>				
	Estimate	Std.Error	Z Value	Pr (> Z)
ROA	.1,0708 (0,0034)	2,3788	-0,450	0,6526
REND	2,1011 (8,1752)	1,8879	1,113	0,2658
LIQ	-1,6262 (0,19669)	0,0875	-18,586	<2e ^{-16***}
DO	-1,9758 (0,1387)	0,8131	-2,430	0,0151*
TANG	34,907 (14,459)	15,831	2,205	0,0275*
NDTS	-0,000318 (1,5122)	0,00061	-0,523	0,6008
TXCRESC	0,4136 (1,5122)	1,1845	0,349	0,7270
AGE	-0,00123 (0,9987)	0,0096	-0,129	0,8975
CP	-0,0012 (0,9874)	0,0676	-0,186	0,8521

Tabela 9: Estimativas dos coeficientes das regressões-Logit para a subamostra de empresas com idade superior a 24 anos. Fonte: Elaboração Própria.

Tendo em consideração os resultados expostos na tabela (9) em que se consideram as empresas com idade superior à média, isto é, 24 anos, verifica-se que a variável TANG continua a apresentar uma influência positiva nas empresas que tenham baixo endividamento. Por seu lado, também a LIQ e DO continuam a ter uma influência negativa na probabilidade de uma empresa ter baixo endividamento, visto que, apresentam um coeficiente negativo.

Nesta subamostra conclui-se que, das 4 variáveis estatisticamente significativas da amostra global apenas a variável NDTS perdeu relevância estatística.

Face às hipóteses inicialmente definidas, não se verificou alteração relativamente à validação das hipóteses. Neste sentido, não se validam as H2), H3) e H4), em que as empresas com baixo nível de endividamento apresentam, menores valores de depósitos e caixa, assim como menor liquidez e maiores valores de tangibilidade. Dado que a variável REND não é estatisticamente significativa, mais uma vez não será possível validar a H1).

<i>LOGIT</i>				
	Estimate	Std.Error	Z Value	Pr (> Z)
ROA	2,8174 (1,6733)	4,403	0,640	0,5223
REND	9,7093 (1,6471)	3,777	2,571	0,0101*
LIQ	-1,9075 (0,1485)	0,1863	-10,24	<2e ^{-16***}
DO	-3,4259 (3,2504)	1,515	-2,262	0,0237*
TANG	-17,378 (0,002837)	18,40	-0,944	0,3449
NDTS	-0,00062 (0,9994)	0,00011	0,5572	0,5572
TXCRESC	1,722 (5,5963)	1,227	0,1604	0,1604
AGE	0,000141 (1,0001)	0,0017	0,9934	0,9934
CP	0,2064 (1,2293)	0,1275	0,1,619	0,1054

Tabela 10: Estimativas dos coeficientes das regressões-Logit para a subamostra de empresas com taxa de crescimento de volume de negócios inferior a -0,0635%. Fonte: Elaboração Própria.

Na tabela (10) considera-se para análise a subamostra das empresas com taxa de crescimento inferior à média (-0,0635%). Verifica-se que a variável REND tem uma influência positiva na probabilidade de as empresas terem baixo endividamento. Por seu lado, a LIQ e DO têm uma influência negativa na probabilidade de uma empresa ter baixo endividamento, visto que, apresentam um coeficiente negativo e estatisticamente significativo. Nesta subamostra conclui-se que, contrariamente aos resultados apresentados, a REND tem uma influência positiva no baixo endividamento, enquanto, que a LIQ e DO demonstram uma influência negativa no baixo endividamento.

Através dos resultados obtidos, concluímos que não se rejeita a H1), em que as empresas mais rentáveis têm maior probabilidade de terem baixo endividamento. Já as H2) e H3) não são validadas, uma vez que as empresas com menores valores de LIQ e DO tem menor probabilidade de terem baixo endividamento.

LOGIT

	Estimate	Std.Error	Z Value	Pr (> Z)
ROA	-0,1413 (0,8682)	2,1751	-0,065	0,9482
REND	0,4594 (1,5831)	1,7411	0,264	0,7919
LIQ	-1,6864 (-1,6864)	0,00776	-21,74	<2e ⁻¹⁶ **
DO	-1,5775 (0,2065)	0,7345	-2,148	0,0318*
TANG	53,441 (16,193)	16,70	3,200	0,00138**
NDTS	-0,00010 (0,999)	0,00052	-1,950	0,0511.
TXCRESC	4,4150 (82,68)	20,829	0,212	0,8321
AGE	0,000052 (1,0000)	0,0085	0,006	0,9951
CP	0,0346 (0,9660)	0,0605	-0,571	0,7919

Tabela 11: Estimativas dos coeficientes das regressões-Logit para a subamostra de empresas com taxa de crescimento de volume de negócios superiores a -0,0635%. Fonte: Elaboração Própria.

Analisando os resultados da tabela (11) para as empresas com taxa de crescimento superior a -0,065%, verifica-se que a variável TANG volta a ter influência positiva na probabilidade de as empresas terem baixo endividamento. Por seu lado, a LIQ, DO e NDTS continuam a ter uma influência negativa na probabilidade de uma empresa ter baixo endividamento. Nesta subamostra conclui-se que, os resultados são similares aos obtidos na amostra inicial.

	AMOSTRA GLOBAL	EMPRESAS MAIS JOVENS	EMPRESAS MAIS ANTIGAS	EMPRESAS COM CRESCIMENTO RÁPIDO	EMPRESAS COM CRESCIMENTO LENTO
H1	∅	∅	∅	∅	Validada
H2	Não validada	∅	Não validada	Não validada	Não validada
H3	Não validada	Não validada	Não validada	Não validada	Não validada
H4	Não validada	Não validada	Não validada	Não validada	∅
VARIÁVEIS SIGNIFICATIVAS	TANG, LIQ, DO, NDTs	TANG, LIQ, NDTs	TANG, LIQ, DO	TANG, LIQ, DO, NDTs	REND, LIQ, DO

Tabela 12: Quadro resumo com as variáveis estatisticamente significativas. Fonte: Elaboração Própria.

Na tabela (12) apresenta-se uma análise resumo sobre a validação das hipóteses nas diversas regressões realizadas.

Assim sendo, conclui-se que as H2), H3) e H4) nos testes realizados nunca são validadas, enquanto a H1) somente é validada para as empresas com crescimento lento.

Neste sentido, de um modo geral verifica-se que, as empresas com baixo nível de endividamento têm mais ativos tangíveis, menos liquidez, menor valor em depósitos e caixa e menor *non debt tax shields*.

Verificando que a literatura existente sobre o endividamento das empresas não era suficiente para explicar este fenómeno, os autores (Devos, Dhillon; Dang, 2013; Strebulaev & Yang, 2013; Huang, Li, & Gao, 2017) procuraram analisar a adoção de políticas financeiras de extremo conservadorismo de forma a perceber o endividamento e em avaliar quais os fatores determinantes deste nível de baixo endividamento financeiro. O estudo do fenómeno do baixo endividamento é importante, dado que, permite perceber alguns fatores determinantes para que as empresas optem por seguir uma política de baixo endividamento e quais as causas para que isso aconteça.

Neste sentido, o presente estudo focou-se nos principais determinantes para a decisão da política de baixo endividamento numa análise temporal entre 2011 a 2018, tendo sido feita uma análise das empresas com dívida inferior a 20% e empresas com dívida superior a 20%, em empresas portuguesas e espanholas de forma a perceber quais as características e os fatores que determinam uma empresa como sendo de baixo endividamento. O nível de endividamento foi definido através da metodologia aplicada por Minton e Wruck (2001) e Strebulaev e Yang (2013), em que uma empresa é considerada com um baixo nível de endividamento se apresentar um índice de dívida até 20%.

Num primeiro momento, através de um teste de hipóteses que nos permite rejeitar ou não uma hipótese nula, analisou-se a existência de diferenças significativas nos valores médios de algumas variáveis para o endividamento 0 ($>20\%$) e para o endividamento 1 ($\leq 20\%$). Com este teste, concluiu-se que as empresas nas variáveis ROA, LIQ, DO e TANG apresentam diferenças estatisticamente significativas, enquanto nas restantes variáveis essa diferenças não se verificam.

Em seguida, de forma a ser possível analisar o pretendido neste trabalho foi utilizado um modelo econométrico, *Logit*, em que se verificou que a tangibilidade tem uma influência positiva no baixo endividamento das empresas, significando que sempre que aumentar o nível de tangibilidade de uma empresa, mantendo-se o resto constante, aumenta a probabilidade de a empresa ter baixo endividamento. Por sua vez, a liquidez, os depósitos bancários e caixa e o *non debt tax shield* têm uma influência negativa na probabilidade de uma empresa ter baixo endividamento.

Com base nos resultados do estudo econométrico, as empresas portuguesas e espanholas consideradas como sendo de baixo endividamento apresentam menores valores de depósito e caixa, apresentam menor liquidez e tem mais ativos tangíveis na sua estrutura.

Após aplicado o modelo econométrico à amostra global, procedeu-se à divisão da amostra em subgrupos distintos de dados, de forma a perceber se os resultados obtidos seriam coincidentes com os inicialmente atingidos. Desta forma, os subgrupos da amostra são relativos à idade da empresa e à taxa de crescimento do volume de negócios. Decorrente desta análise, e de um modo geral, confirmou-se que as empresas com baixo nível de endividamento têm mais ativos tangíveis, menos liquidez, menor valor em depósitos e caixa e menor *non debt tax shields*.

Face aos resultados apresentados, em todos os estudos realizados, rejeitamos as H2), H3) e H4) apresentadas anteriormente. Contudo, na subamostra respeitante às empresas com crescimento lento, validamos a H1) para a persistência do baixo endividamento das empresas.

O estudo apresenta algumas limitações, de entre as quais, o facto de ter sido restringido o foco a um setor empresarial específico e muito pequeno, para o qual, não há, segundo nosso conhecimento, estudos anteriores que relacionem a dívida com os determinantes do endividamento deste setor. Neste sentido, as conclusões a que se chegam não estão, de facto, alinhadas com as principais conclusões do baixo endividamento em geral e, por conseguinte, também não o estão com as hipóteses de investigação alicerçadas na principal literatura sobre o tema. O nosso estudo usa uma amostra de 1.349 empresas perante um universo de cerca de 3 milhões e setecentas mil empresas espanholas ativas e 1 milhão de empresas portuguesas ativas, o que representa menos de 0,3% do total de empresas, ou seja, um volume de empresas muito reduzido face ao total de empresas em Portugal e Espanha; neste sentido, as conclusões a que chegamos neste estudo, respeitam a uma pequeníssima parte do tecido empresarial. As hipóteses de partida foram alinhadas com a literatura em geral, ou seja, para a média das empresas, perante estudos que não abordam este setor em particular.

Facto certamente relevante foi o não se considerar o eventual papel da estrutura de gestão da empresa, ou seja, avaliar se sendo os gestores das empresas também acionistas tomariam decisões de endividamento diferentes; isto porque o papel do gestor na empresa é o de dirigir, administrar e gerir a empresa, enquanto o acionista é o proprietário da empresa que delega no gestor a tarefa de gestão. Teria sido importante recolher dados sobre a antiguidade da empresa ou a literacia financeira, o nível de educação formal e o perfil de aversão ao risco dos gestores no cargo e desta forma analisar quais as características das estruturas de gestão que são propícias a que uma empresa seja

caracterizada com baixo endividamento. Saliente-se ainda a falta de inclusão de determinadas variáveis no estudo, nomeadamente macroeconómicas, que não permitiu discutir se o baixo endividamento é voluntário ou involuntário, cíclico ou aleatório.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Barbosa, L., & Pinho, P. (2016). Estrutura de financiamento das empresas. *Revista de Estudos Económicos. Banco de Portugal*, 2.
- Bessler, W., Drobetz, W., Haller, R., & Meier, I. (2013). The international zero-leverage phenomenon. *Journal of Corporate Finance*, 23, 196–221.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). "Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130.
- Bolton, P., & Freixas, X. (2000). Equity, Bonds, and Bank Debt: Capital structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information. *Journal of Political Economy*, 108(2), 324–351.
- Bonaimé, A. A., Hankins, K. W., & Harford, J. (2013). Financial flexibility, risk management, and payout choice. *The Review of Financial Studies*, 27(4), 1074- 1101.
- Brealey, R., Myers, S.C., & Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais* (8ª Edição). McGraw-Hill.
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (1998). *Princípios de Finanças Empresariais* (5.ª Edição). Lisboa: McGraw-Hill.
- Brealey, R., Myers, S.C., & Marcus, A.J. (2003). *Fundamentos da Administração Financeira* (3ª Edição). McGraw-Hill.
- Bruskeland, F. & Johansen, A. (2013). "The Zero Leverage Mystery". Norwegian School of Economics. Thesis.
- Byoun, S., & Xu, Z. (2013). Why do some firms become debt-free? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 42(1), 1–38.
- Byoun, S., Moore, W.T., Xu, Z., (2011). Why do some firms become debt-free? Working Paper, Baylor University.
- Chen, Y. & Zhang X. (2014). "Manager Characteristics and the Choice of Firm "Low Leverage": Evidence from China ". *American Journal of Industrial and Business Management*, Vol. 4, pp. 573-584.
- Dang, V. A. (2013). An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis*, 30, 189–202.

- Dang, V. A. (2011). Leverage, Debt Maturity and Firm Investment: An Empirical Analysis. *Journal of Business Finance and Accounting*, 38(1&2), 225-258.
- DeAngelo, H. & DeAngelo, L. (2007). *Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility*. Working Paper. University of Southern California.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29.
- DeAngelo, H., & Roll, R. (2012). *How stable are corporate capital structures?* Working Paper, University of Southern California.
- De Jong, A, Verbeek M., & Verwijmeren, P. (2012). Does Financial flexibility Reduce Investment Distortions? *Journal of Financial Research*, 35(2), 243-259.
- Devos, E., Dhillon, U., Jagannathan, M., & Krishnamurthy, S. (2012). Why are firms unlevered? *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 664–682.
- Donaldson, G. (1961). Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity, Graduate School of Business
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. 215-262.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- Ferrando, A., M. Marchica, & R. Mura. (2017). Financial flexibility and investment ability across the Euro area and the UK. *European Financial Management*, 23(1),87–126.
- Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The Value of Financial Flexibility. *Journal of Finance*, 63(5), 2263–2296.
- Haddad, K., & Lotfaliei, B. (2019). Trade-off theory and zero leverage. *Finance Research Letters*, 31, 165–170.
- Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2010). New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index. *Review of Financial Studies*, 23(5), 1909–1940.
- Harc, M. (2015). The relationship between tangible assets and capital structure of small and medium-sized companies in Croatia. Croatian Academy of Sciences and Arts.

- Heyse, T. (2014). “Zero-Leverage: New Evidence from the Financial Crisis”. Tilburg School of Economics and Management. Tilburg University.
- Hoek, J. (2014). “The (out)performance of zero-leverage firms in recessions”. Tilburg School of Economics and Management. Tilburg University.
- Huang, Z., Li, W., & Gao, W. (2017). Why do firms choose zero-leverage policy? Evidence from China. *Applied Economics*, 49(28), 2736–2748.
- Johnson, S.A. (2003). Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage. *Review of Financial Studies*, 16(1), 209–236.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- Miller, M. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261–275.
- Minton, B. A., & Wruck, K. H. (2001). Financial Conservatism: Evidence on Capital Structure from Low Leverage Firms.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of investments. *American Economic Review*, 48, 261-275.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53, 433-443.
- Morais, F., Serrasqueiro, Z., & Ramalho, J. (2020). The zero-leverage phenomenon: A bivariate probit with partial observability approach. *Research in International Business and Finance*.
- Myers, S., & Robichek, A. (1965). *Optimal Financing Decisions*, 2th Edition. New Jersey: Prentice-Hall.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574 - 592.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.

- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R.M., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics* 52, 3–46.
- Rashid, A., & Mehmood, H. (2017). Liquidity and capital structure: The case of Pakistani non-financial firms. *Economics Bulletin*, 37(2), 675–85.
- Rodrigues, S.D.C (2016).” Financiamento Bancário e o Desempenho das Empresas em Portugal: Qual a relação?” Braga: Escola de Economia e Gestão, Universidade do Minho. Dissertação de Mestrado.
- Ross, S., Westerfield, R. & Jordan, B. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance* (10th ed).
- Saona, P., Vallelado, E., & Martín, P. S. (2020). Debt, or not debt, that is the question: A Shakespearean question to a corporate decision. *Journal of Business Research*.
- Stiglitz, J.E., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Strebulaev, I. A., & Yang, B. (2013). The mystery of zero-leverage firms. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 1–23. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.001>
- Stulz, R., & Johnson, H. (1985). An Analysis of Secured Debt. *Journal of Financial Economics*, 14(4), 501-521.
- Yasmin, A.; & Rashid, A. (2019). On the Mystery of Financial Conservatism: Insights from Pakistan. *Emerging Markets Finance & Trade*, 55.
- Yung, K., D. D. Li, & Y. Jian. (2015). The value of corporate financial flexibility in emerging countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 32, 25–41.