

# **OS DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS PME'S EM ANGOLA**

**Dissertação de Mestrado**

**Mestranda: Ruth Chipondia Caluvi – N° 14720**

**Mestrado em Análise Financeira**

**2014/2016**

**Orientador: Mário Sacramento dos Santos**



# **OS DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS PME'S EM ANGOLA**

**Dissertação de Mestrado**

**Mestranda: Ruth Chipondia Caluvi – N° 14720**

**Mestrado em Análise Financeira**

**2014/2016**

**Orientador: Mário Sacramento dos Santos**



## **Agradecimentos**

Quero especialmente agradecer ao Professor **Mário Sacramento dos Santos**, orientador, pelo apoio prestado e conhecimentos transmitidos durante a realização deste trabalho e a todos os professores, pela transmissão da sua sabedoria, conhecimento e experiência que muito me ajudaram na elaboração deste projeto além da riqueza de conhecimentos que adquiri ao longo deste curso.

A todos os colegas do Mestrado, pela amizade, companheirismo, boa disposição, simpatia e compreensão demonstrado durante estes longos meses.

E ainda, um agradecimento muito especial à minha família por todo o apoio incondicional em mais um desafio e por acreditarem sempre na minha evolução e sucesso profissional

## Resumo

A presente dissertação visa a analisar a estrutura de capital das empresas de pequena e média dimensão em Angola e a seus determinantes, se baseando no modelo de dados em painel. Para tal foi utilizada uma mostra composta por 56 empresas para um período compreendido entre 2009 e 2014. Como variáveis explicativas do endividamento foram utilizadas as variáveis dimensão (SIZE), tangibilidade (TANG), oportunidades de crescimento (CRESC), Investimento (INV), benefício fiscal para além da dívida (NDTS), rentabilidade (ROA) e Idade (LNAGE). Os resultados obtidos indicam que as decisões da estrutura de capital das pequenas e médias empresas angolanas que constituem a amostra, seguem os pressupostos da teoria *Pecking order*, refletem ainda a existência de uma relação significativa entre o endividamento total das empresas e as variáveis rentabilidade e dimensão.

**Palavras chaves:** estrutura de capital, PME'S angolanas, teoria Trade-off e teoria Pecking order

## Abstract

This thesis aims to analyze the capital structure of small and medium-sized enterprises in Angola and its determinants, based on panel data model. For this we used a sample composed of 56 companies for a period between 2009 and 2014. The explanatory variables were used debt the size variable (SIZE), tangibility (TANG), growth opportunities (CRESC) Investment (INV) tax benefit in addition to debt (NTDS), profitability (ROA) and age (LNAGE). The results indicate that capital structure decisions of small and medium-sized Angola companies in the sample, follow the assumptions of the theory pecking order, still reflect the existence of a significant relationship between the total indebtedness of companies and profitability variables and dimension.

**Keywords:** capital structure, SMEs Angolanas; trade-off theory and pecking order theory



# Índice

<b>AGRADECIMENTOS.....</b>	<b>5</b>
<b>RESUMO.....</b>	<b>6</b>
<b>ÍNDICE.....</b>	<b>8</b>
<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>11</b>
ENQUADRAMENTO TEÓRICO.....	11
TEMA, MOTIVAÇÃO E OBJETIVOS.....	12
<i>Objetivo geral.....</i>	<i>13</i>
<i>Objetivos específicos.....</i>	<i>13</i>
<i>Estrutura do trabalho.....</i>	<i>13</i>
<b>CAPÍTULO I – REVISÃO DE LITERATURA.....</b>	<b>14</b>
1.1    FONTES DE CAPITAL.....	14
1.2    ESTRUTURA DE CAPITAL.....	15
1.2.1 <i>Estrutura de capital para Franco Modigliani e Merton H. Miller.....</i>	<i>15</i>
1.2.2 <i>Os efeitos dos impostos na estrutura de capital.....</i>	<i>17</i>
1.3    TEORIAS ASSENTES NA ESTRUTURA DE CAPITAL.....	19
1.3.1 <i>Estrutura de capital na teoria de Trade-off.....</i>	<i>20</i>
1.3.1.1 <b>Trade-off estática e dinâmica.....</b>	<b>21</b>
1.3.2 <i>Estrutura de capital na teoria de hierarquia de fontes de financiamento (teoria Pecking order) ...</i>	<i>22</i>
1.3.2.1 <b>Informação assimétrica.....</b>	<b>24</b>
1.3.3 <i>Teoria de agencia e suas implicações na utilização do capital de terceiro e capital próprio.....</i>	<i>26</i>
1.3.3.1 <b>Custos de agencias ligado ao capital próprio.....</b>	<b>27</b>
1.3.3.2 <b>Custo de agencia pelo uso excessivo da dívida.....</b>	<b>27</b>
1.3.4 <i>A estrutura da capital na perspetiva Market timing.....</i>	<i>29</i>
1.4    ABORDAGEM TEÓRICA SOBRE OS DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL NAS PME'S.....	31
<b>CAPÍTULO II - CARACTERIZAÇÃO/ IDENTIFICAÇÃO (PME'S) ANGOLANAS.....</b>	<b>36</b>
2.1    AMBIENTE DO DESENVOLVIMENTO DAS MICRO, PEQUENAS E MEDIAS EMPRESAS ANGOLANAS (MPME).....	36
2.2    LEI PARA AS MICROS, PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS - LEI Nº30/11 DE 13 DE SETEMBRO.....	37
2.2.1 <i>Balcão único do empreendedor.....</i>	<i>38</i>
2.2.2 <i>Financiamento das micro, pequenas e medias empresas (MPME).....</i>	<i>39</i>
2.3    PROGRAMAS DE INCENTIVOS AO DESENVOLVIMENTO DAS MPME ANGOLANAS.....	39
<b>CAPITULO III- METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO.....</b>	<b>40</b>

3.1	OBJETIVOS DO ESTUDO E A METODOLOGIA DE COLETA DE DADOS .....	40
3.2	VARIÁVEL EXPLICADA OU DEPENDENTE .....	42
3.3	VARIÁVEIS INDEPENDENTES .....	42
3.3.1	<i>Outros benefícios fiscais para além da dívida</i> .....	43
3.3.2	<i>Crescimento</i> .....	43
3.3.3	<i>Tangibilidade</i> .....	44
3.3.4	<i>Idade</i> .....	45
3.3.5	<i>Rendibilidade</i> .....	45
3.3.6	<i>Dimensão</i> .....	46
3.3.7	<i>Investimento</i> .....	47
3.4	DEFINIÇÃO DA AMOSTRA .....	47
<b>CAPITULO IV - REGRESSÃO LINEAR COM DADOS EM PAINEL .....</b>		<b>50</b>
4.1	DADOS EM PAINEL .....	51
4.2	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS .....	52
4.2.1	<i>Análise de correlação</i> .....	53
4.2.2	<i>Estatística descritiva</i> .....	54
4.2.3	<i>Resultados empíricos</i> .....	55
<b>CAPITULO V – CONCLUSÕES .....</b>		<b>59</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>		<b>62</b>
<b>ANEXOS .....</b>		<b>68</b>
	<i>Resultados dos testes de robustez e de Hausman</i> .....	68
	<i>Termo de autorização de recolha de informação,</i> .....	72
	<i>Lei n.º 30/11 de 13 de Setembro</i> .....	73

## Índice de Tabelas

TABELA 1 - A CLASSIFICAÇÃO DAS EMPRESAS QUE COMPÕEM A AMOSTRA .....	48
TABELA 2 - DISTRIBUIÇÃO DA AMOSTRA POR SETOR DE ATIVIDADES .....	49
TABELA 3- IDADE DAS EMPRESAS DISTRIBUÍDAS POR QUANTIDADE.....	49
TABELA 4 - VARIÁVEIS DEPENDENTES E INDEPENDENTES.....	50
TABELA 5 - MATRIZ DE CORRELAÇÃO .....	53
TABELA 6 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	54
TABELA 7 - RESULTADO DAS REGRESSÕES LINEARES DOS EFEITOS FIXOS.....	57
TABELA 9 - VIF .....	<b>ERRO! MARCADOR NÃO DEFINIDO.</b>

## **Introdução**

Na vasta literatura no contexto de estrutura de capital, bem como a falta do consenso nos resultados encontrados pelos vários autores que estudam esta temática, pretendemos encontrar evidências sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas de pequena e media dimensão em Angola, qual a preferência dos proprietários para a composição da estrutura de capital das suas empresas, de modo a tentarem maximizar o valor das vendas, bem como verificar qual das teorias que melhor explicará a estrutura financeira das empresas dessa dimensão em Angola.

### ***Enquadramento teórico***

Como foi referido, a estrutura de capital são decisões tomadas na emissão de dívidas pela empresa no seu valor global e (Modigliani & Miller, 1958) em "*The cost of capital, corporation finance and theory of investment*" argumentam que mudanças na estrutura de capital não alteram o valor de uma empresa, porque recursos de terceiros mais baratos são compensados, na medida exata, pelo aumento no custo da ação ordinária.

De acordo com (Brealey & Myers, 2003) a estrutura de capital é o conjunto de títulos emitidos pela empresa e as suas inúmeras combinações, que podem ser representativos de capitais próprios ou de capitais alheios. Assim, na tomada de decisão de financiamento torna-se necessário escolher a combinação ótima da carteira de títulos dos diferentes tipos de capitais que, simultaneamente maximize o valor de mercado e minimize o custo de capital, com finalidade de atingir objetivos financeiros de maximização do valor de mercado da empresa (Robichek & Myers, 1965), (Van Horne, 1992) e (Brealey & Myers, 2003).

A teoria de (Modigliani & Miller, 1958), leva a crer que o mercado é perfeito ao considerar ausência no mercado de impostos, custo de transação, custo de falência, conflito de agencias, seleção adversa, variação de prazos das oportunidades no mercado financeiro e efeito clientela. Contudo (Myers, 1977), (DeAngelo & Masulis, 1980), contestam esta percepção quando dizem que essa situação não se verifica no mundo real pelas imperfeições de mercado que alteram o valor da empresa de acordo com a estrutura de capital adotada

por estas. Neste contexto, surge as principais teorias financeiras, como a teoria de *trade-off* e a teoria *Pecking-order*.

Apesar de uma vasta literatura sobre estrutura de capital e suas determinantes, não é do nosso conhecimento qualquer investigação utilizando especificamente a mostra das pequenas e medias empresas (PME's) angolanas, sendo um país subdesenvolvido e cujo sistema financeiro é centrado no sector bancário.

o setor privado assume um papel preponderante no desenvolvimento económico de qualquer país. Em Angola, no período de 2002 até 2011, foram registadas aproximadamente 50 mil empresas formalmente identificadas, sendo 19.371 microempresas e 783 pequenas médias empresas. Neste estudo, considera-se uma amostra de 56 empresas de pequena e média dimensão (PME'S) angolanas de diferentes setores de atividades.

Os resultados obtidos na análise através da regressão considerada sobre os fatores que determinam a estrutura de capital das empresas de pequena dimensão angolana (PME's), revelam que, a variável outros benefícios fiscais para além da dívida (NDTS), Crescimento (CRESC), Tangibilidade (TANG.), idade, (LNAGE), Investimento(INV) não se mostraram significativos na explicação dos indicadores de estrutura de capital em análise. Por sua vez, a variável Dimensão apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa. Já a variável rendibilidade apresenta uma relação negativa com o endividamento total e estatisticamente significativa, assim sendo o efeito dessa variável é economicamente significativo. Estes resultados conferem aderência a teoria da *Pecking-order*.

### ***Tema, motivação e objetivos***

O Financiamento das PME's constitui um tema de grande atualidade e preocupação na economia angolana, na medida em que é notória a realidade do desempenho destas. Durante o curso, fui amadurecendo as minhas ideias, e na escolha entre fazer estágio e uma dissertação optei pela última precisamente por este fato. Adotando a abordagens comumente em estudos anteriores que se basearam no teste de hipóteses formuladas a partir das teorias de estrutura de capital, testando modelos de regressão em dados de

painel, por exemplo (Gama, 2000), (Mac an Bhaird, 2010); (Vieira & Novo, 2010), (Matias, Baptista, & Salsa, 2015), (Pacheco, 2016) (Serrasqueiro, Armada, & Nunes, 2011) e outros.

## **Objetivo geral**

De entre um conjunto alargado de possibilidades procuraremos focar a nossa dissertação no tema de quais os determinantes da estrutura de capital nas empresas de pequena e media dimensão no contexto da economia angolana.

## **Objetivos específicos**

Com esta pesquisa não se pretende simplesmente fazer um trabalho académico, mas sim, enriquecer o nosso conhecimento sobre esta área de gestão. Assim, se propõe alcançar os seguintes objetivos específicos:

- Verificar os fatores discutidos na literatura, se são determinantes na estrutura de capital das PME's angolanas;
- Analisar a relação existente entre os níveis de endividamento das PME's angolanas e os fatores determinantes identificados;
- Identificar entre a teoria de *Trade-off* e *Pecking order*, qual delas explica melhor o comportamento da dívida das pequenas e medias empresas angolanas.

## **Estrutura do trabalho**

Este trabalho esta constituído por 5 capítulos. Depois do enquadramento teórico do tema e da apresentação dos objetivos de forma introdutora, o capítulo1 trata da revisão de literatura, no qual retratamos das fontes de capital, da estrutura de capital bem como as teorias clássicas a cerca da mesma, seus fomentadores, apoiantes e críticos e alguns trabalhos sobre a estrutura de capital e seus determinantes. No capítulo 2 descrevemos o contexto institucional das pequenas e medias empresas angolanas, suas características e incentivos às mesmas. No terceiro capítulo apresenta-se aspetos metodológicos, caracterização do estudo, definição e caracterização da amostra, definição das variáveis dependentes e independentes. No quarto capítulo procedemos à exposição e análise dos

resultados obtidos. Por último, no quinto capítulo apresentamos as conclusões do trabalho, definindo os possíveis contributos da dissertação, as limitações e ideias para a realização de trabalhos futuros.

## **Capítulo I – Revisão de Literatura**

### **1.1 Fontes de capital**

O objetivo de qualquer empresa é manter um capital que maximize o seu valor de mercado a longo prazo e por forma a garantir esse objetivo, é crucial que os proprietários/ gestores procurem as fontes de financiamento que melhor se enquadrem à realidade da empresa de modo a satisfazer as suas necessidades pontuais. (Gitman, 1997), refere que a empresa pode optar por financiar-se através de capital próprio ou de terceiros, no entanto há que ter em conta que o capital de terceiros constitui um tipo de fundos a longo prazo, obtido via empréstimo pela empresa, enquanto que o capital próprio comporta os fundos de longo prazo, fornecidos pelos proprietários, os acionistas.

Segundo (Brealey & Myers, 2005), nas diferentes fontes de financiamentos constata-se que os custos divergem em função do nível do risco que os investidores incorrem no fornecimento de capital às empresas, uma vez que o custo de capital de terceiros é consideravelmente mais baixo do que os custos de qualquer outra forma de financiamento visto que os credores têm menores riscos em relação a outros fornecedores de capital. Essa redução de risco deve-se ao fato do credor ter direito prioritário dos lucros, do ponto de vista legal, podem exercer mais pressão que os acionistas preferenciais ou ordinário para receber pagamentos na empresa, e por outro, o tratamento de pagamento de juros como despesas dedutíveis para fins de imposto de renda reduz o custo substancialmente (Gitman, 1997).

Certamente, quanto maior for o custo de capital investido na atividade, maior terá que ser o excedente, na medida que consiga remunerar os interesses dos fornecedores de capital e, em simultâneo, garantir o autofinanciamento do negócio. Nesta perspetiva, as empresas têm que ter em conta as fontes de financiamento de acordo com o custo de capital mais adequado às capacidades para gerar excedente através da atividade. Neste sentido, surge a necessidade de tornar como objeto de estudo a estrutura de capital em finanças empresariais, e a sua relevância para a maximização do valor de mercado das empresas.

## **1.2 Estrutura de capital**

O meio de financiamento utilizado para projetos de valor presente líquido positivo tem implicações importantes para a empresa. O efeito cumulativo dessas decisões de financiamento discretos resulta na estrutura de capital da empresa, cuja composição tem sido um foco de pesquisa na disciplina de finanças corporativas.

A estrutura de capital diz respeito aos tipos básicos de capitais utilizado nas atividades das empresas, sendo capitais próprio ou capitais de terceiro. Porém, a tomada de decisões financeiras é uma das áreas mais complexas, devido ao seu Inter-relacionamento com outras variáveis de decisões financeiras investidas nas atividades das empresas. Deste modo, os estudos empíricos realizados ao longo destes anos sobre esta temática, auxiliam no entendimento de como escolher um mix de financiamento afeto à empresa, dado que, ainda não existe nenhuma metodologia específica para determinar a estrutura de capital nas empresas.

Assim, é importante e central para esta temática, saber como as empresas financiam as suas atividades, e se existe uma composição ótima de estrutura de capital que maximiza o valor da empresa, bem como a sua determinação.

### **1.2.1 Estrutura de capital para Franco Modigliani e Merton H. Miller**

O trabalho de investigação realizado por (Modigliani & Miller, 1958) apesar de não fornecer uma descrição exata sobre a forma de como as empresas financiam as suas atividades, mostra as razões relacionadas com a importância do financiamento para as empresas. Por este fato é que a teoria de ambos os autores tem sido a versão mais popular e utilizada nos modelos teóricos e empíricos da vasta literatura financeira, uma vez que afirma que com um dado processo de fixação de preços de mercado, na ausência de impostos, de custos por Insolvência, de custos de agência e de informação assimétrica, e na hipótese de existir um

mercado eficiente, o valor de uma empresa não é afetado pela forma como essa é financiada. Para estes autores o endividamento ótimo seria o valor máximo de dívida isenta de risco que a empresa pudesse obter.

Ainda segundo (Modigliani & Miller, 1958) existe uma estrutura ótima de capital, em que o valor da empresa não depende da forma como essas se financiavam e onde o custo do capital é a taxa de juros paga sobre os títulos, pois se a empresa agir racionalmente, terá os seus investimentos no ponto em que o rendimento marginal de seus ativos se iguale à taxa de juros de mercado. Nesta perspectiva, o custo de capital será igual à taxa de juros sobre os títulos, independentemente da origem de fundo, por meio de dívida ou por emissão de novas ações.

Os autores afirmam que o valor da empresa será determinado pelos seus ativos reais e não pelos títulos que emite. Não importa a origem do fundo, por meios da dívida ou por emissão de ações no mercado de capitais. adicionalmente, (Brealey & Myers, 2005) asseguram que o valor da empresa é determinado pela qualidade dos seus investimentos e pela maximização do património, ou seja, apesar do financiamento ser importante para a empresa, a estrutura de capital, assim como, muitas outras decisões de negocio geralmente não são tao fundamentais, quanto aos produtos ou serviços da empresa.

A demonstração algébrica de (Modigliani & Miller, 1958) reivindica que se admitindo um mercado perfeito, a estrutura de capital escolhido pela empresa não afeta o seu valor. Contribuição essa, que na teoria do efeito da estrutura financeira sobre o valor de mercado, se materializou nas suas proposições básicas sobejamente muito conhecidas na literatura financeira, como, proposição I e II.

A proposição I defende que, num mundo sem impostos o valor da empresa não depende da sua estrutura de capital, mas sim, da qualidade dos investimentos em ativos realizados por esta. Esse argumento mostra que qualquer empresa pode avaliar os seus projetos de investimento sem se preocupar com a origem dos recursos que serão utilizados. A qualidade de investimento é que faz com que as empresas incorram em endividamento mantendo inalteráveis os custos de capital. Acresce referir que, o valor de mercado da empresa endividada torna-se semelhante ao valor de mercado da empresa que não recorre ao

endividamento. Significando isto dizer que, a estrutura de capital da empresa é irrelevante para o cálculo do seu valor de mercado.

A proposição II, mostra que os retornos esperados pelo capital próprio, aumenta lineamente à medida que a empresa eleva o seu nível de endividamento, perante o risco maior financeiro assumido com a dívida. Desta feita, esta proposição prevê que, à medida que a empresa eleva na sua estrutura de capital à utilização de capital de terceiro, os acionistas exigem maiores retornos sobre o capital investido, pois torna-se vantajoso a utilização de um capital mais barato, como a dívida.

Partindo deste pressuposto, as variações nos níveis de endividamento permanecem irrelevantes em relação ao valor da empresa, uma vez que os reflexos de uma maior participação de capital de terceiros, teoricamente mais barato, seriam proporcionalmente compensados pelo aumento do retorno esperado pelos detentores do capital próprio da empresa (Modigliani & Miller, 1958), (Neto & Lima, 2009). Nesta ótica parte-se do princípio que as estruturas de capitais seriam equivalentes do ponto de vista do custo de capital.

### **1.2.2. Os efeitos dos impostos na estrutura de capital**

Antes das contestações à teoria da irrelevância da estrutura de capital, Modigliani e Miller, já haviam reconhecido que ao deduzir as despesas financeira dos juros pelo uso de capital, seria vantajoso para os gestores a inclusão da dívidas na estrutura de capital das suas empresas, ideia que teve o seu enfoque em 1963. Os autores afirmavam que o feito fiscal do incremento da dívida na estrutura de capital, torna vantajoso as empresas financiarem as suas atividades pelo uso do capital alheio em detrimento do uso capital próprio.

(Modigliani & Miller, 1963) afirmavam que existe uma relação positiva entre o valor da empresa e o seu nível de rendimento, uma vez que os encargos financeiros associados à dívida são dedutíveis em termos fiscais. Os autores acrescentam que a dedutibilidade das despesas financeiras na base do cálculo de impostos, a inclusão de capital de terceiro na estrutura de capital, maximiza o valor da empresa.

Como foi dito anteriormente, há controvérsias com a teoria Modigliani e Miller (1958, 1963). No entanto, foi uma alavanca impulsionadora para as várias pesquisas relacionadas ao

aumento da dívida na estrutura de capital da empresa, nomeadamente, os custos de agências, custos de falência e outros, decorrentes do risco financeiro ligado aos custos elevados na contratação da utilização de capital de terceiro. Custos estes que são compensados pelo benefício fiscal da dívida, de forma a permitir o equilíbrio entre os custos de capital e o benefício fiscal da dívida, na determinação da estrutura de capital da empresa (Titman S. , 1984).

Para (Miller, 1977), havia uma disparidade entre o custo ligado à utilização da dívida como fonte de financiamento em relação aos benefícios fiscais a qual se acreditava que estava equilibrando a estrutura de capital. Segundo o autor, na determinação da simetria da estrutura de capital tem que se observar a existência de um possível balanceamento entre os custos e benefícios das fontes de financiamento de uma estrutura de capital.

Até então, falava-se na perda do equilíbrio entre os custos de falência e benefícios fiscais. Mas (Miller, 1977), na sequência do trabalho de (Modigliani & Miller, 1963) alerta que, uma empresa com um alto nível de dívida na sua estrutura de capital tinha parte dos seus rendimentos comprometidos com o pagamento de imposto de renda dos seus proprietários no âmbito pessoal. Posteriormente apresenta uma nova formulação, dizendo que, os benefícios fiscais das fontes de financiamento por meio da dívida a nível da empresa, podem cobrir as desvantagens fiscais da dívida no nível pessoal. O autor argumenta que, com a inclusão dos efeitos fiscais, a estrutura de capital não determina o valor de mercado da empresa. Ainda segundo o autor, o ganho com a utilização de dívidas na estrutura de capital desaparece ou se torna negativo na medida em que, os investidores começam a considerar o impacto dos impostos em seus rendimentos pessoais e o reflexo disso na rentabilidade de seus investimentos.

(Miller, 1977) conclui com o fato de que, haverá sempre um nível de equilíbrio na utilização de recurso de terceiros na estrutura de capital sem a existência de um nível ótimo de endividamento para determinadas empresas. E neste sentido, afirma que o valor de qualquer empresa, em equilíbrio, seria independente da sua estrutura de capital, mesmo considerando a dedutibilidades dos juros no cálculo dos impostos de renda.

Como já foi dito anteriormente, o maior benefício do empréstimo é a proteção fiscal dado pelo governo, que permite que os pagamentos de juros sejam deduzidos no cálculo de impostos a pagar. Nesta perspectiva, o custo de empréstimo resulta:

- Do aumento da probabilidade de falência causado pelo compromisso financeiro assumido;
- Dos custos de agencia dos credores pelo monitoramento e controlo das atividades da empresa;
- Dos custos associados com a monitorização dos administradores que detêm maiores informações sobre a perspectiva da empresa em relação aos investidores.

### **1.3 Teorias assentes na estrutura de capital**

A evolução das pesquisas baseadas na teoria de (Modigliani & Miller, 1958) (Modigliani & Miller, 1963), ramificaram-se em duas predominantes e competitivas correntes teóricas da estrutura de capital, mais conhecidas como teoria dos benefícios fiscais, dos custos de falência e estrutura ótimo de capital (*Trade-off*) e a teoria da hierarquia das fontes de financiamento (*Pecking order*). Posteriormente delineou-se a teoria da agência e, por ultimo, surgiu a abordagem designada por *Market timing* o estudo de (Baker & Wurgler, 2002)

A teoria *Trade-off* resulta na combinação dos benefícios fiscais decorrentes do uso da dívida, com efeito dos custos de falências, que sustenta a ideia de que, existe uma estrutura ótima de capital que maximiza o valor de mercado da empresa, desenvolvida por (Myers, 1977) e (DeAngelo & Masulis, 1980).

Com os estudos de (Myers, 1984) e (Myers & Majluf, 1984), surge o pensamento que defende que, na presença do problema de assimetria de informação as decisões de capital, são tomadas com base numa hierárquica na escolha de fonte de financiamento e assim nasce a teoria *Pecking order*. Por outro lado, a teoria de agência, iniciada por (Jensen & Meckling, 1976) busca explicar a relação entre proprietários e administradores bem como proprietários e credores em sociedades por ações, baseado na gestão de conflitos entre os administradores e principais acionistas causado pelas diferenças de funções de autoridades.

Por último, a teoria de *Market timing* foi introduzida por (Baker & Wurgler, 2002), em que para estes, a estrutura de capital é o resultado das tentativas passadas temporizadas do mercado das ações pelo seu gestor, na medida que esses procedem a emissão de novas ações quando estas, estiverem sobreavaliadas e a recompra das mesmas ações quando estas estiverem subavaliadas. Esta perspectiva implicou o surgimento de outros investigadores em finanças empresarias analisando a duração destes efeitos, como; (Frank & Goyal, 2003), (Hovakimian, 2006) e (Kayhan & Titman, 2007).

### **1.3.1 Estrutura de capital na teoria de Trade-off**

(Myers, 1984) defende que uma estrutura ótima de capital deve manter o equilíbrio entre os custos de falência e os benefícios fiscais do uso da dívida, considerando que, o valor da empresa é maximizado com otimização destas duas forças de sinais contrários. O endividamento traz vantagens para a empresa por meio de benefícios fiscais que está associado, mas também traz custos relacionados com a falência da empresa, sendo a probabilidade de incorrer em falência, quanto há níveis elevados de endividamento. Portanto, o valor da poupança fiscal, decorrente da dedutibilidade dos encargos da dívida marginal, deve igualar o valor atual dos custos de insolvências financeira que a mesma acarreta. Assim, de acordo com a esta teoria, existe uma estrutura ótima de capital, que determina o valor de mercado da empresa, quando os benefícios fiscais dedutíveis à dívida e os custos de falências estiverem em equilíbrio.

É nesta perspectiva que (Shyam-Sunder & Myers, 1999) admitem a existência de uma estrutura ótimo de capital. Inclusivamente, pode-se dizer que, o valor da empresa é a combinação ótima de benefícios fiscais e dos custos de insolvências. Pois, através desta combinação, o gestor saberá exatamente qual a estrutura de financiamento ótimo para que a empresa atinja o crescimento desejado.

McConnell e servaes (1995), diziam que, perante as oportunidades de crescimento de uma empresa, o endividamento pode ter efeitos positivos ou negativos sobre o seu valor. pois que, a estrutura ótima de capital, pode ser observada sob o ponto de vista de custos de insolvências versus, benefícios fiscais. A consideração dos custos de insolvências financeiras e da probabilidade de estes virem a ocorrer, em conjunto com os benefícios

fiscais resultantes do endividamento, contribuí para que o valor de uma empresa endividada cresça até certo nível de endividamento e, posteriormente, decrescer.

Porem, a dívida contribui de uma forma positiva para o valor da empresa, quando este for visto do ponto de alavancar a empresa para novos investimentos e contribui negativamente quando servir para pagar outras dívida.

Os defensores da teoria *Trade-off* acreditam que, os benefícios fiscais permitem às empresas deduzirem o valor do empréstimo ao calcular os lucros tributáveis, reduzindo assim o montante dos lucros pagos em impostos pela empresa, o que resulta em mais lucros disponíveis para investidores. Para estes, estrutura ótima de capital é vista no ponto de equilíbrio entre benefícios fiscais da dívida e os custos de falência.

#### 1.3.1.1 *Trade-off* estática e dinâmica

(Frank & Goyal, 2008) sugerem a divisão da teoria em duas partes distintas: A primeira parte, *Trade-off* estática em que segundo os autores desta teoria é analisada a problemática da estrutura ótima de capital em apenas um único período temporal. No entanto esses pressupostos apresentam algumas inconformidades de evidências empíricas das empresas, (Taggart, 1977) (Jalilvand & Harris, 1984) que defendiam o ajustamento no rácio de endividamento (num horizonte temporal o rácio de endividamento pode ser ajustado para um nível em que a empresa se sinta capaz de assumir os seus compromissos de pagamento).

A segunda parte, *Trade-off* dinâmica; também se baseia numa estrutura ótima de capital, mas com a existência de um comportamento de ajustamento parcial nos níveis de endividamento atual, em relação ao seu nível ótimo de endividamento, nas perspetivas futuras de que a estrutura de capital atual sirva para pagamento/ recebimento a realizar em período posterior. Esta interpretação surgiu a quando da introdução de ajustamento parcial, como ferramenta importante na previsão teórica, nos estudos de (Ozkan, 2001), (Loof, 2004)

### **1.3.2 Estrutura de capital na teoria de hierarquia de fontes de financiamento (teoria *Pecking order*)**

A teoria clássica financeira define como o principal objetivo da empresa a maximização de lucro. Mas para (Van Horne, 1992), o lucro é um conceito vago, por este não considerar o risco associado aos fluxos monetários futuros, entre os mercados financeiros e o setor de atividade operacional da empresa, que são influenciados pela capacidade dos ativos reais da empresa, em gerar excedentes para pagamentos, e pela proporção de títulos da dívida na estrutura de capital.

Por outro lado, (Stulz, 1990) defende que os gestores preferem investir os fundos libertos pela empresa mesmo que seja mais vantajoso a sua distribuição aos acionistas. Para isso, as empresas devem criar políticas de contenção de lucros, mesmo que o mais importante seja distribuí-los aos acionistas, já (Myers, 1984) defende que os proprietários das empresas consideram a retenção de lucros na empresa, como a principal fonte de financiamento para as suas atividades operacionais.

(Shyam-Sunder & Myers, 1999) argumentam que ao contrário da teoria *Trade-off* que considera uma fração ótima da dívida, na teoria *Pecking order*, os gestores não procuram uma estrutura ótima de capital, a composição de títulos emitidos reflete, apenas, as decisões de financiamento tomadas no período anterior, ou seja, a subvenção do juro da dívida pelo governo e as ameaças das dificuldades financeiras, são consideradas em segundo plano. Por este fato, (Myers, 2001), chegou à conclusão de que o rácio de endividamento da empresa influencia a mesma a recorrer ao endividamento externo, e não para formação de uma estrutura ótima de capital, ou seja, as empresas com nível de rentabilidade de negócio alto, não têm a necessidade de endividar-se, enquanto que as empresas com baixo rendimento o fazem para colmatar as dificuldades financeiras que atravessam. Porém, a empresa com nível de rentabilidade alto tem um nível de endividamento baixo, ao passo que aquelas que incorrem ao financiamento externo, estão com dificuldades de liquidez, pois há necessidade de elevar o seu nível de endividamento.

(Myers & Majluf, 1984) diziam que, na presença do problema de assimetria da informação, tem de haver uma hierarquia nas fontes de financiamento, isto é, as empresas devem primeiro financiar-se por capital interno, caso tenham dificuldades de rentabilidade podem

recorrer a um financiamento externo. Prioridade de financiamento, através da retenção dos lucros na empresa, para novos investimentos. A hierarquia estabelecida pelos autores fica escalonada da seguinte forma:

- Autofinanciamento;
- Financiamento bancário;
- Aumento de capital próprio por emissão de título.

(Myers, 1984), acrescenta o fato de que quando a empresa capta recursos quer por fonte de emissão de título da dívida quer por emissão de novas ações, alerta o mercado. Perante isso, (Myers & Majluf, 1984), identificam a existência de uma preferência por parte dos gestores em relação à escolha das fontes de financiamento, tendo em vista a reação do mercado quanto à incrementação em cada fonte de capital na empresa.

(Fama & French, 2002), defendem que, os gestores obedecem a hierarquia nas fontes de financiamento, para minimizar os custos da informação assimétrica e outros custos de financiamento, preferindo outros custos mais sensíveis a informação.

Segundo (Frank & Goyal, 2003) na teoria de *Pecking-order*, o custo de seleção adversa presentes no mercado, impulsionam o comportamento dos níveis de endividamento, não obstante é necessário escolher as fontes da qual a empresa vai se financiar, assim os gestores têm de analisar como é que os investidores no mercado irão reagir. Para os autores, essa teoria explica melhor as preferências das empresas que enfrentam graves problemas de seleção adversa. Ainda na análise efetuada pelos mesmos autores é dado conta de que, os lucros seriam preferidos por não apresentarem seleção adversa na medida que, a empresa iria financiar os seus investimentos utilizando apenas os lucros retidos e, caso fossem insuficientes, os gestores recorreriam ao mercado para emissão de títulos de dívida, uma vez que o prémio de risco da seleção adversa dessa fonte de capital chega a ser menor em relação ao exigido na emissão de novas ações, ou seja, o financiamento pela emissão de ações apresenta uma seleção adversa muito grave, visto que, do ponto de vista do investidor externo, a imparcialidade é estritamente mais ariscada em relação a dívida.

A retenção de lucros é a fonte primordial dos proprietários para o financiamento dos seus investimentos na teoria *Pecking order*, portanto espera-se que as empresas com maior rentabilidade, não necessitem de financiamentos externos para as suas atividades só seria

necessário quando os investimentos das mesmas ultrapassem a margem de lucros. As empresas mais endividadas normalmente possuem maiores níveis de endividamento para financiar os seus investimentos não suportados pelos recursos internos (Fama & French, 2002).

Na falta de suporte de financiamentos por recursos internos, (Myers & Majluf, 1984), concluíram que, a dívida seria o ideal para financiar os investimentos da empresa, pois um aumento da dívida indicaria ao mercado um indicio de uma perspectiva de crescimento da empresa. Por outro lado, a emissão de novas ações, passa ao mercado uma imagem negativa da empresa, significando a incapacidade de autofinanciar-se e de conseguir empréstimos a terceiros.

(Albanez & Valle, 2009) argumentam que, a emissão de novas ações sinaliza a baixa de mercado das mesmas. Para isso, só recorre a emissão de novas ações a empresa com alto nível de endividamento, caso a emissão de título de dívida por capitais de terceiro justificasse a emissão de novas ações. (Myers & Majluf, 1984), acrescentam que, a emissão de ações para as empresas seria possível se os gerentes e os mercados partilhassem a mesma informação. Caso contrario, a empresa deve evitar que os seus projetos de investimento sejam financiados por meio de emissão de ações.

Ao reconhecer que a emissão de ações fornece uma imagem negativa ao mercado, a melhor sugestão é construir reservas financeiras para que as oportunidades de investimento não sejam perdidas. Essas reservas podem ser construídas por meio de retenção de lucros na empresa, restringido a distribuição de dividendo e emitir ações quando a informação assimétrica é mínima.

#### *1.3.2.1 Informação assimétrica*

Os gestores financeiros são principais monitores para a criação de valor na empresa, estando eles na posse de informações de maior relevância para empresa. Deste modo, são os principais responsáveis dos destinos da empresa (Júnior, António, M, & Cherobim, 2005). Este fato, mostra assimetria de informação, fenómeno que também afeta sobretudo a estrutura de capital das empresas, pois desta feita, é vista em duas vertentes, na seleção adversa e no risco moral.

Este fato levou os mercados a procurarem uma “sinalização” sobre as expectativas futuras de negócios das empresas que segundo (Roll, 1977) e (Leland & Pyle, 1977), mostrava aos investidores a qualidade da empresa, face ao endividamento, pois, a sua ausência ou em níveis baixos, seria um sinal de que a empresa não tem qualidades, dado que por norma, as empresas com elevado nível de endividamento têm mais dificuldades de acesso ao financiamento. Para eles, as empresas com menor nível de endividamento sinalizam ao mercado de que se trata de uma empresa com dificuldades. Ou seja, o comportamento do empresário em relação ao seu património, reflete informações ao mercado. Sabendo-se que os empresários detêm a maior parte de informação da empresa em relação aos demais interessados. Nesta perspetiva, quando os empresários mostram interesse em permanecer com a posse das suas ações, o mercado entende como sinal de boa saúde financeira da empresa, desta feita mostra aos investidores uma opção boa para investir.

A informação assimétrica afeta a estrutura de capital, na medida em que os gestores possuem informações privilegiada em relação ao investidor. Para isso, o essencial é a empresa recorrer a um empréstimo, para aumentar a riqueza dos acionistas já existentes. Naturalmente, se passar a informação ao mercado de que as ações estão superadas, os investidores podem entender o anúncio de emissão de ações como um sinal negativo, de má notícia para o panorama da empresa, uma vez que os preços das ações podem baixar. Quando se tem a informação assimétrica, melhor, e torna-se ao acesso ao empréstimo com custo mais baixo.

(Myers & Majluf, 1984) fizeram uma análise da qual a informação assimétrica afeta as decisões de investimentos das empresas e sua relação na escolha das fontes de financiamento, mostrando que assimetria da informação pode afetar a imagem e o valor da empresa. Assumindo que os gestores das empresas possuem mais informações que os potenciais investidores, os autores chegaram a conclusão de que, os investidores interpretam de uma forma racional as ações da empresa e que isto refletiria em suas decisões. Tendo em conta a teoria de *Pecking order* e no problema de seleção adversa, é possível perceber que o problema da informação assimétrica ligada ao financiamento por capitais externos, pode limitar a capacidade de crescimento das empresas, reduzindo a liquidez dos fundos de investimento (Shyam-Sunder & Myers, 1999).

Na realidade o certo seria os gestores divulgarem as informações que lhes coloca em posição privilegiada, para minimizar os custos da informação assimétrica nas empresas, considerando para isso que a transmissão da informação ao investidor é dispendiosa e poderia levar aos concorrentes a utilizá-la contra os interesses da empresa. Este fato, segundo (Myers & Majluf, 1984), (Leland & Pyle, 1977) mostram que a transferência da informação ao mercado é dificultada pelo risco moral, podendo os empresários não fornecer informação reais que represente as características da empresa, com objetivo de tirarem vantagens nas relações de mercado através de uma imagem fictícia da empresa.

### **1.3.3 Teoria de agencia e suas implicações na utilização do capital de terceiro e capital próprio**

A teoria de agência foi iniciada por (Jensen & Meckling, 1976), onde os autores afirmam que a estrutura ótima de capital resulta do equilíbrio entre benefícios da dívida, e os custos de agência do passivo, originado por conflito de interesses entre acionistas, gestores e credores.

Para (Jensen & Meckling, 1976), o custo de agência, esta associado ao fato de que os proprietários das empresas contratam administradores e lhes concedem autoridades para gerir a empresa em benefícios deles, mas, os administradores normalmente nem sempre atuam em prol dos objetivos e interesses dos proprietários e credores. Diante desta situação, surge pelos proprietários a necessidade de incorrer em custos de monitorização e realizar incentivos ao agente para que este esteja comprometido a agir em prol dos objetivos da organização. A esses custos os autores chamaram de custos de agência. Citando como: custos com auditores, implementação de sistemas de controle, restrições orçamentais e a criação de um sistema de incentivo e remuneração que garante com maior precisão os interesses dos administradores e dos investidores externos.

De acordo a situação ora apontada, o custo de agência é visto em duas vertentes, o relacionado com binómio, proprietário/gestor, que tem a ver com o custo de agência de capital próprio e o relacionado com proprietários/ credores, que é ligado aos custos de agências do capital alheios, que são impostos pelos credores.

### *1.3.3.1 Custos de agencias ligado ao capital próprio*

Em sociedades por ações, os gestores controlam as atividades destas, da qual os proprietários lhes concedem funções de autoridade, uma vez que esta relação provoca conflitos de interesses entre gestores e proprietários, quando os primeiros atuam em benefício próprio em prol da maximização do lucro para os detentores do capital, favorecendo a riqueza pessoal e segurança no emprego. Inclusivamente, (Jensen M. , 1986) defende que, quando a empresa se financia apenas por capitais de terceiro pode incorrer numa situação menos agradável, tendo em conta aos conflitos de interesses que daí advém, uma vez que são os gestores que empregam o seu esforço pessoal e apenas retiram parte dos benefícios que resulta desse empenho, assim não se sentem motivados em garantir os interesses dos proprietários.

Segundo (Jensen & Meckling, 1976), os conflitos acima mencionados podem ser diminuídos através da opção pelo endividamento, uma vez que a dívida reduz o *cash flow* disponível e, em simultâneo, os resultados gerados passam para custear o financiamento. Aumentando o valor da empresa e possibilidades de remuneração de gestores e proprietários. Para além disso, o aumento do nível do endividamento, significa a existência de uma obrigação contratual que introduz menor segurança no emprego, que leva aos gestores uma gestão mais responsável, porque esses procurarão, salvaguardar a sua posição social garantindo assim, o seu emprego e consequentemente uma estabilidade económica e financeira da empresa (Grossman & Hart, 1982).

### *1.3.3.2 Custo de agencia pelo uso excessivo da dívida*

Os conflitos de interesses entre proprietário / credores, crescem com o aumento excessivo da dívida. Esse relacionamento determina o risco operacional financeiro da empresa, e resultam efeitos, como: substituição de ativos, subinvestimento e fluxo de caixa estáveis, significativo e disponível (Ross, Wester, & Jaffe, 1995).

A substituição de ativos em casos extremos, o aumento do uso da dívida, faz com que os proprietários se aliciem a investir em projetos mais ariscados, que limitam as suas responsabilidades no desempenho das suas atividades operacionais. Se os investimentos

arriscados valerem a pena os proprietários receberão todos os benefícios, mas se os investimentos arriscados não compensarem, os credores arcarão com os custos (Jensen & Meckling, 1976). Para evitar esse tipo de situações, os credores impõem certas técnicas de monitorização e controlo aos proprietários que, como resultado incorrem no custo de agência.

Diante desta situação, o fator idade de empresas conta, dado que as empresas mais antigas não teriam investido em projetos arriscados para salvaguardar o seu bom nome perante os credores, ao passo que, as empresas mais recentes poderão optar por arriscar-se. Para tal, as empresas com mais idade terão uma probabilidade de falência menor assim como menores custos de capital, e logo maior acesso à dívida em relação às empresas mais recentes que, são propensos à falência e que, geralmente, as taxas de juros cobradas pelos credores a essas empresas são altas (Diamond, 1989).

No que se refere ao subinvestimento as taxas altas de juros cobradas pelos credores às empresas mais recentes, poderão inibir as mesmas a obter novos financiamento para projetos de investimentos mais rentáveis, e que proporcionariam a maximização do valor da empresa. Este fato está associado, as cláusulas do empréstimo impostas pelos credores no ato do contrato, ficando como principais beneficiários dos possíveis lucros que possam ser gerados. Nesta perspectiva, as empresas tenderão em alguns momentos rejeitar projetos, perdendo assim, oportunidades de crescimento futuro o que afeta evidentemente o seu valor de mercado (Myers, 1977).

Quanto ao fluxo de caixa estáveis, significativo e disponível os credores depois da inclusão das cláusulas sentem-se protegidos contra as consequências adversas do problema de agência, assegurando assim, a compensação adequada para o risco. Evidentemente, por incorrer em custos de agência e por concordar com as restrições operacionais e financeiras, impostas à empresa pelas cláusulas do empréstimo. A empresa e seus proprietários devem ser beneficiados através da obtenção de empréstimos a custos mais baixos. Isto, favorece aos gestores e proprietários, novas oportunidades de investimento e conseqüentemente, o crescimento e estabilidade financeira.

A existência de conflito de interesse deve-se ao fato dos gestores e proprietários, quererem aumentar os seus níveis de rendimentos, sendo que os gestores querem compensar os

esforços diários empreendido na atividade da empresa, para além da remuneração (sistemas de incentivos como, subsídios ou prémios) fazendo com que os lucros disponíveis dos proprietários baixem (Jensen & Meckling, 1976). Importa salientar que as empresas ao recorrerem a empréstimo reduzem o montante de *free cash flow* disponível e, conseqüentemente, o problema da agência entre os intervenientes, obrigando os gestores a serem mais eficientes na gestão, garantindo, pois, os pagamentos das obrigações e honrar os seus compromissos perante a dívida (Jensen, 1986). Evidentemente, ao recorrer a um endividamento tem que se ter garantia de que os gestores tomarão decisões mais eficientes e que porão os seus interesses pessoais em segundo plano (Harris & Raviv, 1991).

#### **1.3.4 A estrutura da capital na perspetiva *Market timing***

Na perspetiva de mercado imperfeito, (Baker & Wurgler, 2002), introduziram a mais recente abordagem teórica na estrutura de capital denominada de *Market timing*, que define a estrutura de capital de uma empresa como resultados acumulados nas tentativas passadas, às flutuações temporárias do mercado de ações pelos gestores, dado que, as empresas apenas emitem novas ações quando percecionam que estão sobreavaliadas e procedem à recompra das mesmas quando percebam que estão subavaliadas.

Várias abordagens teóricas foram desenvolvidas por diversos autores, na perspetiva do comportamento dos proprietários/gestores das empresas para escolha do momento de emissão de ações, de acordo com teoria *market timing*, nomeadamente (La Porta, 1996), (Frankel & Lee, 1998), (La Porta, 1996) e (Shleifer, 2000), dos quais argumentam que o rácio *market-to-book* (valor de mercado da empresa/ valor contabilístico líquido), é inversamente relacionada com as expectativas futuras dos investidores. No entanto, (Baker & Wurgler, 2002) foram os primeiros investigadores em finanças empresais, que relacionaram analiticamente, o endividamento da empresa com a prática de *market timing* no mercado de ações, utilizando o rácio de *market-to-book* como indicador do efeito de temporização do mercado de ações pelos seus proprietários/gestores das empresas na estrutura de capital.

Na teoria de *market timing*, o processo de tomada de decisões de financiamento pelos proprietários/ gestores são influenciado por fatores externo à empresa, dado que se centram na valorização pelo mercado de capitais de ações ou dos títulos da dívida. Isto é, as expectativas futuras dos investidores, positivas ou negativas, vão corresponder aos

momentos em que as ações das empresas então respetivamente, sobreavaliados ou subavaliados (Baker & Wurgler, 2002)

Segundo (Baker & Wurgler, 2002), na prática de *market timing*, os proprietários/gestores podem estar a acreditar que se determinou o momento mais apropriado da emissão de ações, mas, pode não ser certo que consigam com sucesso, pois poderá ocorrer a racionalização dos agentes económico à hipótese de informação assimétrica ou um erro na avaliação do valor das ações das empresas, levando-os a tomar decisões incorretas. É ainda de salientar que, (Baker & Wurgler, 2002), sugerem que a temporização de mercado de ações é relevante na política de financiamento da empresa. Demonstrando as empresas a tenderem emitir ações quando o valor de mercado da dívida for elevado e, recomprarem quando for baixo. Como também é relevante a análise da rentabilidade das ações a longo prazo, dado que o sucesso da escolha do momento ótimo de emissão das ações possibilita a redução dos custos de emissão, permitindo readquirir as ações quando essas estiverem sobreavaliadas, tanto como o ganho previsional face as expectativas futuras dos investidores externos.

Os efeitos da temporização das ações no mercado de capitais, iniciado por (Baker & Wurgler, 2002) despertou atenção aos diversos investigadores em finanças empresariais, precisamente, (Frank M. Z., 2004), (Hovakimian, 2006) e (Kayhan & Titman, 2007), que realizaram estudo empíricos para analisarem a duração desses efeitos na estrutura de capital das empresas.

Desse modo, se pode dizer que a estrutura de capital para a teoria *market timing* é determinado pelo acumulativo de tentativas dos proprietários/ gestores em identificar as oportunidades no mercado de capitais. Temos acrescer que, a teoria *market timing* e *pecking order*, fundamentam a não existência de uma estrutura ótima de capital que maximiza o valor da empresa, mas se existir então os custos que são provenientes do desvio em relação ao ótimo acabam por ser diluídos pelos benefícios facultados pela estrutura de capital atual (Rogão, 2013).

## **1.4 Abordagem teórica sobre os determinantes da estrutura de capital nas PME's**

Nas pequenas empresas e empresas (PME's), para o estabelecimento da estrutura de capital é necessário levar-se em linha de conta várias especificidades, baseando-se na determinação dos objetivos financeiros pretendidos. Pois, devido a heterogeneidade que as caracteriza e à complexidade dos vários objetivos delineados pelo empresário a quando da sua criação, tornar-se uma tarefa difícil.

Perante este cenário (Ang, 1992), ao abordar o tema defendeu que as pequenas e médias empresas (PME's) revelam características particulares que levam a um leque de problemas financeiros específicos. Do mesmo modo, verifica-se que as pequenas médias empresas (PME's) não possuem muitas opções de investimento e de financiamento, pois o seu funcionamento depende de um número reduzido de trabalhadores e encaram um forte racionamento no acesso a recursos financeiros. Toda a envolvente implica uma gestão quantitativa e qualitativa diferenciando-as das grandes empresas, não obstante é fundamental caracterizar o tipo de empresa em análise tendo em conta as suas características específicas.

Ainda na abordagem às empresas de pequena e média dimensão Constand (1989), defendia a necessidade de haver lugar à separação e classificação do endividamento para se analisar os efeitos dos atributos na maturidade da dívida, que é ainda mais acentuada, devido às fortes restrições no que respeita ao acesso ao financiamento externo, contemplando as duas vertentes capital próprio ou capital alheio.

Mcmahon et al (1993), demonstraram que as empresas referidas no parágrafo anterior têm, para além do risco específico, o risco de mercado que apresenta incerteza quanto à inflação, às políticas monetárias, cambial entre outras, sujeitando-se a um prémio de risco adicional, resultante do efeito dimensão que advém da reduzida diversificação de atividade, reduzida liquidez dos títulos e da assimetria de informação.

(Cole, 2013) através de inquérito concluiu que, relativamente às empresas de capital fechado comparativamente com as empresas de capital aberto, as taxas de endividamento são muito semelhantes, isto se, o nível de endividamento for medido por empréstimos aos ativos, mas nem tanto quando o mesmo é medido pelo passivo para o ativo. Deste modo, as diferenças parecem ser levadas pela utilização de crédito comercial. Pode entender-se que, ao contrário das empresas grandes as pequenas empresas são pensadas para ser mais dependentes de crédito comercial.

Diversos autores abordaram a temática relativa aos determinantes da estrutura de capital. as pesquisas levaram diversidades nas evidências, assim como também uma variedade de métodos e vertentes de estudo. Impossibilitando consenso nas teorias que explicam os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas.

Partindo do estudo de (Modigliani & Miller, 1958) variados trabalhos procuram analisar os pressupostos teóricos utilizando metodologia e amostras diversas. Para o efeito, optamos por descrever alguns trabalhos que procuram testar os aspetos teóricos sobre os fatores determinantes da estrutura capital das empresas de pequenas e media dimensão (PME's), cruzando informações de empresas de diferentes países.

O trabalho realizado por (Titman S. &, 1988) é um exemplo a referir, pois versou sobre análise de determinantes tais como; volatilidade, singularidade, benefícios fiscais não originários da dívida, rendibilidade, crescimento, classificação industrial e ativos colaterais, assim como, a sua relação esperada com o nível de endividamento. Ao aplicarem técnicas de modelagem estrutural linear (modelo de equações estruturais) numa amostra de 496 empresas norte-americanas no período compreendido de 1974-1982, os autores demonstraram que:

- O nível de endividamento não aparenta relação estatisticamente significativa às variáveis de estrutura de ativos, escudos fiscais e a volatilidade.
- As evidências empíricas para o atributo de singularidade e classificação industrial são marcantes. Estas corroboram com a noção de que as PME's usam mais a dívida de curto prazo do que as de grande dimensão, e ainda que a variável dimensão se encontra relacionado com o endividamento de longo prazo.

A relação com o rácio da dívida sobre o valor de mercado do capital próprio, é positiva. À variável de rendibilidade, por outro lado, é negativa com o rácio da dívida sobre o valor

contabilístico do capital próprio. Assim demonstra que os lucros retidos pela empresa, não são completamente compensados pelo aumento do endividamento, o resultado revela a importância dos custos de transação na determinação da estrutura de capital, conforme constatou a teoria de *Pecking order*.

Nos testes realizados por Bradley Jarrel e Kim (1984), com intuito de analisar os determinantes da estrutura de capital, utilizaram 851 empresas nos EUA do setor industrial e não só, aplicando o modelo de regressão linear (OLS), e como variáveis dependentes, os autores, utilizaram o endividamento de longo prazo, no que respeita as variáveis independentes consideraram a volatilidade, despesas de investigação e desenvolvimento e outros benefícios. Concluíram que a volatilidade é inversamente proporcional ao endividamento, conforme a teoria da estrutura ótima de capital considera. Outros benefícios fiscais variam positivamente com o endividamento, e as despesas de investigação e desenvolvimento variam no sentido inverso.

Foi utilizado o modelo de regressão linear geral por (Gama, 2000) com objetivo de testar quais os fatores determinantes da estrutura de capital nas PME'S industriais portuguesas e como medida da estrutura de capital, o rácio endividamento geral, de medio e longo prazo e de curto prazo e variáveis explicativas, como: outros benefícios fiscais para além da dívida, risco, dimensão, composição de ativo, reputação, rentabilidade e crescimento e a conclusão a que chegou foi que aumentando outros benefícios fiscais não originados pela dívida o nível de endividamento decresce, assim como as oportunidades de crescimento possuem uma relação positiva com o endividamento, como sugere a teoria *Pecking order* e que a capacidade de concessão de garantias reais é um fator determinante para realização de operações de crédito.

(Vieira & Novo, 2010) estudaram o comportamento de variáveis em empresas de pequena dimensão, numa amostra de 51 PME's onde as variáveis dependentes utilizadas foram endividamento geral e o de curto prazo e médio longo prazo. Os dados foram analisados em painel no modelo *poled* dos mínimos quadrados (PMQ), de efeitos fixos (MEF) e de efeito aleatório (MEA). Concluíram que é a teoria *Pecking order* que melhor enquadra e explica o endividamento nas PME'S em Portugal.

De um modo geral, para os autores o que melhor explica o comportamento das PME no que respeita à sua estrutura de capital, é a teoria *pecking order* indicando que as empresas

preferem financiar-se primeiro com autofinanciamento, e só depois procuram financiamento externo, recorrendo a capital alheio. Em última instância será equacionada a questão dos aumentos de capital.

Mac an Bhaird e Lucey, (2010) investigaram aplicabilidade das teorias de estrutura de capital em uma amostra de PME irlandesas, testando empiricamente o efeito de características da empresa em fontes de dívida e capital empregado aplicando análise de regressão em dados de pesquisa, empregaram fontes de equidade interna e externa, juntamente com a dívida como variável dependente em modelos multivariados e como variáveis explicativas empregaram dados detalhados sobre a prestação de garantias pelos entrevistados. Os resultados sugerem que a fonte de financiamento das empresas é consistente de uma forma com Myers (1984), teoria de *Pecking-order*, destacando a importância da rentabilidade no financiamento das empresas. Os resultados indicam também que as empresas com um elevado nível de ativos fixos superam os problemas de informação assimétrica, comprometendo-se como garantia para obter financiamento da dívida.

No estudo realizado por (Cole, 2013) em que a amostra eram empresas norte-americanas de capital fechado, no período compreendido entre 1987- 2003, procurou por evidências sobre quais os fatores que têm relação com fiabilidade consistente com a literatura sobre o valor da dívida. Neste estudo o autor buscou variáveis independentes, tais como: Tamanho da empresa, Idade da empresa, Rentabilidade, ativos líquidos, Imobilizações corpóreas, perspectivas de crescimento, crédito, Índices de endividamento de "Target" da indústria. O resultado obtido permitiu a conclusão de que ambas as teorias, *pecking-order* e *trade-off*, explicam o nível de endividamento, por trabalhar com uma amostra ampla e heterogênea.

Num outro estudo realizado, os autores (Forte, Barros, & Nakamura, 2013) pretendiam determinar quais os fatores que influenciam o nível do endividamento. 19272 PME'S do estado de São Paulo no período de 1994-2006 foi a amostra deste estudo e como fatores independentes, a idade, tamanho, crescimento de ativos, o risco e rentabilidade e aplicaram o método de sistema generalizado de momentos (GMM) como estimador de dados em painel. Concluíram que as empresas mais rentáveis tendem a ser financeiramente menos endividada, uma vez que o crescimento de ativos é positivamente relacionado com a dívida, e ainda encontraram evidências menos significativas para a idade e o tamanho e fator risco negativamente relacionado com o endividamento.

Matias, Baptista e Salsa (2015) o principal objetivo destes, foi em investigar os principais determinantes da estrutura de capital das PME da indústria transformadora portuguesa. Neste estudo, consideram uma amostra de 1.488 PME e o período compreendido entre 2004 e 2011. Como método de estimação, adotaram a regressão linear múltipla de dados em painel. Variáveis independentes nomeadamente dimensão, tangibilidade, rendibilidade, oportunidades de crescimento, poupança fiscal não associada ao endividamento, volatilidade, especificidade e idade e variáveis independente endividamento geral, de medio longo prazo e de curto prazo. Concluíram que o endividamento possui uma relação positiva entre a tangibilidade e uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento, segundo os autores, isto demonstra que os problemas de agência entre os gestores e os credores são relevantes e têm condicionado o crescimento e a melhoria do desempenho das PME da indústria transformadora portuguesa. Adicionalmente os mesmos apontam que a relação positiva entre a dimensão e a dívida e a relação negativa entre a rendibilidade e a dívida revela que as empresas mais pequenas e menos rendíveis têm maior dificuldade em investir, pelo que o crescimento da indústria transformadora portuguesa pode ser potenciado se empresas beneficiarem de condições mais vantajosas do que as atuais na obtenção de crédito.

No seu estudo sobre os fatores determinantes da estrutura de capital das PME industriais portuguesas, Pacheco, (2016), usou uma amostra de 3164 PME por um período de 4 anos, entre 2011 e 2014, utilizando uma metodologia de dados em painel e variáveis independentes como: presença nos mercados de exportação, presença em mercados fora do UE, presença no mercado da UE, retorno sobre os ativos, tangibilidade, tamanho, liquidez total, outros benefícios fiscais além da dívida, rácio de solvabilidade e relação estrutura. A análise dos dados permitiu concluir que a rentabilidade, tangibilidade dos ativos, o tamanho, a liquidez total e outros benefícios fiscais, além da dívida são importantes determinantes do endividamento.

## **Capítulo II - Caracterização/ Identificação (PME's) angolanas**

### ***2.1 Ambiente do desenvolvimento das Micro, Pequenas e medias empresas angolanas (MPME)***

Angola foi um país que durante muitos anos esteve mergulhado numa guerra civil que destruiu o país e infraestruturas, situação essa que afetou gravemente a economia, uma vez que estas circunstâncias elevam a incerteza e por sua vez o risco e impedem a tomada de decisões sobre oportunidades de investimentos.

Em virtude destas condicionantes o comportamento do empresário angolano segundo (Andrade, 2002) não tem um dinamismo sistemático e causa forte depreciação do futuro que conduz a afetações que permitem reversibilidade; asseguram uma menor correta manutenção e amortização do capital; optam por opções a curto prazo em prol de opções futuras ou em detrimento de algo que se possa reverter; dão preferência à liquidez em vez de ativos monetários, financeiro ou físicos. Assim, é importante frisar que devido de terem um sistema deficiente de informação, o empresário angolano prefere uma solução aceitável a uma solução máxima ou ótima.

Não obstante o referido acima deve ser salientado o fato de que o setor privado permaneceu robusto, uma vez que foram registadas 13.636 empresas no período de 1994 a 2001, destas 8.181 eram pequenas empresas e aproximadamente 123 medias empresas, com a criação de 116.650 postos de trabalhos segundo (Andrade, 2002). Nota-se um acréscimo no período de 2002 até 2011, uma vez que foram registadas aproximadamente 50 mil empresas formalmente identificadas, sendo 19.371 microempresas e 783 pequenas médias empresas.

O setor privado é de extrema importância nas economias modernas, assim e mesmo antes dos acordos de paz em 2002, o governo de Angola procurou implementar políticas que

permitissem o desenvolvimento do setor privado nacional, em particular das micro, pequenas e medias empresas, uma vez que a falta de recursos das PME's era uma séria preocupação.

Por esta razão foram promulgadas leis, executadas novas estruturas destinadas a assegurar o desenvolvimento deste setor, entre estas, o Fundo de Desenvolvimento Económico e Social (FDES), criado em março de 2000, considerado como instrumento financeiro que propunha a fomentar o setor nacional privado, tais como agricultura, pescas, agropecuária, a construção civil, a indústria e os transportes de cargas de longo curso (Andrade, 2002).

## ***2.2 Lei para as micros, pequenas e médias empresas - Lei nº30/11 de 13 de setembro***

De acordo com a classificação das micro, pequenas e médias empresas conforme (Lei n.º 30/11, 2011) está previsto no artigo 5º, nas as líneas a), b) e c) que:

- Microempresa - São aquelas que empregam até 10 trabalhadores e/ou que tenham uma faturação bruta anual não superior ao equivalente a USD 250 mil;
- Pequena empresa - São aquelas que empregam mais de 10 e até 100 trabalhadores e/ou que tenham uma faturação bruta anual superior ao equivalente a USD 250 mil, porem igual ou inferior a USD 3 milhões;
- Média empresa - São aquelas que empregam mais de 100 e até 200 trabalhadores e/ou que tenham uma faturação bruta anual superior ao equivalente a USD 3 milhões, porém igual ou inferior a USD 10 milhões.

Ainda e de acordo com a Lei nº30/11 está previsto a atribuição de varias isenções, concedendo um quadro financeiro e técnico específico por forma a assegurar o desenvolvimento das mesmas. Além da bonificação do crédito, acionam mecanismos de garantia, ou seja, o estado reserva a estas entidades 25% do valor dos contratos que estão inscritos em programas públicos de investimentos.

Em suma, a lei nº 30/11 de 13 de setembro estabelece as normas para um tratamento diferenciado e direcionado para as micros, e pequenas e medias empresa e condições de acesso aos respetivos incentivos. Um dos critérios estabelecidos é que se aplica ás micro,

pequenas e médias empresas, constituídas e registadas no território nacional, enquanto instrumento do fomento ao empresariado privado nacional e da economia, de promoção do emprego, da competitividade e da redução da pobreza nos termos definidos.

Estas estratégias por parte do Governo Angolano buscam a promoção das PME'S com a finalidade de gerar receitas suplementares. Contudo as PME's continuam a ter uma importância reduzida no tecido empresarial angolano uma vez que contribuem com apenas 5% do imposto industrial.

Neste sentido, as autoridades com o propósito de melhorar o desempenho e o contributo das empresas visadas, criaram diversas estruturas de acompanhamento, tais como o Instituto de promoção do empreendedorismo, ou ainda o Instituto de fomento empresarial (IFE), destinado a apoiar o desenvolvimento das médias e grandes empresas. Paralelamente surge uma segunda estrutura designado por Instituto Nacional de Apoio a pequena e Media Empresa (INAPEM), com vista a acompanhar as MPME.

O INAPEM tem como missão a promoção do desenvolvimento das MPME; administração dos fundos públicos, entre outros recursos que lhes sejam confiados para apoio às MPME; a disponibilização de apoio técnico e assessoria necessária às MPME; e a contribuição para a modernização das MPME existentes. Para tal o INAPEM permite às MPME o acesso à certificação, mercados públicos e a apoios financeiros; assegura a formação dos recursos humanos das empresas nos domínios da gestão e do marketing; proporciona às empresas o aconselhamento técnico de que necessitam; bem como a criação e gestão de incubadoras de empresas.

A gestão do INAPEM está sobre a alçada do Ministério da Economia e das finanças de Angola, o qual celebrou com a banca um protocolo de cooperação para que atribua às empresas certificadas empréstimos a uma taxa bonificada, de até 5%, bem como mecanismos de garantias para cobrir até 0% do montante de cada operação.

### **2.2.1 Balcão único do empreendedor**

O Balcão único do empreendedor foi criado em 2003 com o objetivo de simplificar os procedimentos de criação de empresas. Contudo, no âmbito da lei promulgada em 2011

relativamente as MPME, foi implementada em varias províncias o novo Balcão único do empreendedor, denominado também por “Balcão Bué” que difere do então criado, uma vez que este tem como objetivo a facilitação de procedimentos na criação de Microempresas através da simplificação dos procedimentos e da redução dos custos e facilidades na aquisição de microcréditos.

## **2.2.2 Financiamento das micro, pequenas e medias empresas (MPME)**

Com efeito de contribuir para tornar o sistema mais atento ás pequenas e medias empresas (PME's), o sistema bancário empreendeu um processo de reforço baseado na criação de um novo plano contabilístico e de uma central de informação sobre os riscos de créditos em combinação com os programas criados pelo estado, uma vez que o financiamento depende quase exclusivamente do setor bancário e o recurso a estes continua globalmente restrito a 20%.

As atividades comerciais beneficiam dos empréstimos, essencialmente a curto prazo, assim sendo o Banco internacional de crédito (BIC) assinou com o Ministério das finanças um acordo, no âmbito da iniciativa “Angola Investe”, destinada à promoção de empresas angolanas, em particular as MPME, a concessão de créditos a taxas de 5%, em vez de taxas de 17 a 25% normalmente praticados por esta intuição.

## **2.3 *Programas de Incentivos ao desenvolvimento das MPME Angolanas***

O programa das MPME está centrado em quatro setores económicos prioritários, que são: Agricultura, Pecuária e Pescas; Materiais de Construção; Indústria Transformadora Geologia e Minas; Serviços de Apoio ao Setor Produtivo.)

Por isto o executivo de Angolano, consciente da importância das MPME's para o desenvolvimento de uma economia sustentável e funcional definiu legislação específica de apoio e estímulo às Micro, Pequenas e Médias Empresas Nacionais, através da lei nº30/11

de 13 de Setembro de 2011 e no seguimento o governo de Angola desenvolveu um programa de 11 iniciativas em que se insere: Juros bonificados; Fundos de garantias; Fundo público de capital de risco; Suporte ao empreendedor na formação de consultoria e incubadoras de empresa; Simplificar os procedimentos burocráticos para as MPME; Monitorizar os benefícios fiscais concedidos ao empreendedorismo; Monitorizar a aplicação dos apoios institucionais decorrentes de apoio a lei às MPME; Programa de incentivo ao consumo da produção nacional; Corredores de escoamento dos produtos agropecuários nacionais; Dinamização nas zonas económicas exclusivas ( ZEE). Estas iniciativas foram criadas e orientadas especificamente para o desenvolvimento de quatro objetivos, são eles: facilitar o acesso ao crédito para MPME; desenvolver programas de capacitação; potenciar a desburocratização e os apoios fiscais e institucionais; promover o incentivo á produção nacional.

## **Capitulo III- Metodologia de investigação**

### ***3.1 Objetivos do estudo e a metodologia de coleta de dados***

Para este trabalho temos duas classificações básicas, quanto ao objetivo do estudo a realizar e relativamente à estratégia a utilizar para alcançar tais objetivos.

O objetivo principal da pesquisa, prende-se na constatação do comportamento da estrutura de capital das empresas de pequena e media dimensão no contexto da economia angolana, face aos fatores determinantes mencionados na vasta literatura sobre a temática, mais precisamente na teoria de *trade off* e *Pecking order*, baseando-se no estudo de (Gama, 2000), (Vieira & Novo, 2010) e outros, utilizando uma mostra das PME's angolanas, aquelas que elaboram demonstrações financeiras.

Apesar de uma vasta literatura sobre estrutura de capital e suas determinantes, não é do nosso conhecimento qualquer investigação utilizando especificamente a mostra das pequenas e medias empresas (PME's) angolanas, sendo um país subdesenvolvido e cujo sistema financeiro é centrado no sector bancário.

Nesta pesquisa vamos procurar conciliar, na medida do possível, a nossa investigação e os dados de que dispomos com as variáveis normalmente utilizadas em estudos anteriores. A nossa pesquisa pode ser classificada como exploratória descritiva. É exploratória porque busca explicar de uma forma geral um determinado fato ou fenómeno na qual o assunto escolhido é pouco explorado (Alyrio,2007; Beurem,2008). E descritiva, na medida em que o objetivo é descrever as características de uma determinada população fenómeno e as relações entre variáveis ou fato (Alyrio; Martins,2007).

Quanto à metodologia de coleta de dados neste estudo, utilizamos, dada a ausência de base de dados estruturada de informação financeira para as empresas angolanas, informação recolhida pessoal e manualmente junto das empresas selecionadas.

Os dados utilizados neste trabalho, são recolhidos das demonstrações financeiras das empresas de pequena dimensão em angola, que fazem parte do grupo das que elabora demonstrações financeira no fim de cada exercício económico para fins fiscais, ou seja, as que possuem contabilidade geral (línea a) e b) do artigo2º. da lei nº1/04 de 13 de fevereiro).

Sabe-se que as pequenas e medias empresas, não publicam informações financeiras em jornais nem em revistas, por estas não terem acesso à bolsa de valores e por Angola ser um país em que o sistema financeiro é baseado no setor bancário. Por este fato foi necessário endereçar uma carta, a alguns proprietários de empresas, aos técnicos de contas e à Direção Regional de Administração Geral Tributaria(AGT) a solicitar dados para a pesquisa.

Assim, no presente estudo utilizou-se o levantamento das demonstrações financeiras (balanço final e demonstração de resultados do exercício) das pequenas e médias empresas (PME'S) angolanas no período de 6 anos (2009-2014) retiradas dos relatórios de contas anuais entregues por estas ao departamento fiscal da Direção Regional da Administração Geral Tributaria (AGT).

### **3.2 Variável explicada ou dependente**

A especificação das variáveis dependentes e independentes do modelo a construir para esta pesquisa tem haver com as pesquisas anteriores consultadas, presentes na vasta literatura sobre os determinantes da estrutura de capital. Para tal, vamos definir as formulas utilizadas na construção das variáveis dependentes e independentes, bem como as hipóteses de investigação.

Neste estudo propomo-nos avaliar o endividamento geral, das PME'S da amostra. Assim, temos a variável explicada (dependente) calculada da seguinte forma:

$$\text{Endividamento total (DEBT}_1) = \frac{\text{passivo total}}{\text{total de ativos}} \quad (1)$$

### **3.3. Variáveis independentes**

Limitações da informação recolhida impossibilitaram a utilização de variáveis consensualmente tidas na literatura relevantes como é o caso de proxies de risco de negócio.

No entanto, vamos nos limitar em sete variáveis cujas informações levantadas sobre as empresas, permitiram construir: outros benefícios fiscais para além da dívida (NDTS); Crescimento (CRESC); Tangibilidade (TANG); Idade (LNAGE); Rendibilidade (ROA); Dimensão (SIZE); e Investimento (INV). portanto, busca-se testar como estes fatores influenciam no grau do endividamento.

### 3.3.1 Outros benefícios fiscais para além da dívida

Entre os inúmeros fatores dos quais depende o nível de endividamento estão incluídos os fatores económicos. De acordo com (DeAngelo & Masulis, 1980) quanto maior forem os outros benefícios fiscais (NDTS) para além da dívida, menos as empresas irão recorrer ao endividamento para financiar os seus projetos, na medida que, os benefícios fiscais gerados pelo uso da dívida, podem não ter utilidade (DeAngelo & Masulis, 1980)

Na presente pesquisa espera-se uma relação negativa desta variável com o endividamento tal como sugerido nos estudos empíricos de (DeAngelo & Masulis, 1980). Esta variável, será obtida através do quociente entre as Amortizações e o total de ativos (Gama, 2000) e (Vieira & Novo, 2010). Temos como hipótese de investigação:

*H1: Quanto maior forem os benefícios fiscais gerados pelas amortizações, menor será o recurso à dívida por parte das empresas.*

### 3.3.2 Crescimento

A relação entre o crescimento da empresa e o endividamento pode ser explicada por duas teorias.

A primeira teoria designada *pecking order* postula que o endividamento possui uma relação positiva com taxa de crescimento. Esta relação justifica-se porque é previsível que as empresas com maior assimetria de informação privilegiem as fontes de financiamento internas em detrimento das externas, como é o caso da dívida. Por outro lado, se os lucros retidos, fruto do crescimento, não forem suficientes para financiar novas oportunidades de investimento, a consequência é recurso à dívida. (Frank & Goyal, 2003).

A segunda teoria é a do trade-off entre crescimento e endividamento. Nesta teoria a relação que se estabelece entre o crescimento e o endividamento da empresa é inversa.

Adicionalmente, é reconhecido que as empresas com maior crescimento possuem maiores problemas de agência o que determina uma redução dos benefícios associados ao endividamento (Myers, 1977).

No calculo desta variável utilizar-se-á a taxa de crescimento das vendas. Em linha com investigação empírica anterior é nossa expectativa que o crescimento possuía uma relação positiva com o endividamento, de acordo com a teoria do pecking order (Vieira e Novo, 2010). Assim temos como hipótese:

H2. Quanto maior o crescimento, maior o recurso à dívida.

### **3.3.3 Tangibilidade**

Para toda e qualquer empresa, quando maior a proporção de ativos tangíveis (maior a disponibilidade para oferecer colaterais no crédito) maior a facilidade no recurso ao endividamento. (Duarte, Gama, & Esperança, 2016) concluíram que o risco de crédito é menos observado quanto maior for a incidência de garantias dos bens pessoais do proprietário, em vez de através do seu nível de negócios nas PME's em países menos desenvolvidos.

Pretende-se assim constatar até que ponto a garantia real dos ativos pode resolver o problema de subinvestimento das PME'S no contexto da economia angolana no acesso ao empréstimo ou financiamento bancário. Para tal propõem-se para o calculo deste fator, os ativos tangíveis sobre o total de ativos (Gama, 2000), (Vieira & Novo, 2010) entre outros e espera-se uma relação positiva face ao endividamento. Assim sendo a hipótese a testar:

*H3: A composição dos ativos das empresas serve de garantia para o acesso ao endividamento.*

### 3.3.4 Idade

As empresas com maior idade oferecem maior confiança aos credores (Diamond, 1989). De acordo com a teoria de *trade-off* a idade possui uma relação positiva com o endividamento. No entanto, as empresas com maior idade, no contexto da teoria *Pecking order*, não têm necessidade de endividamento, pois financiam os projetos com reservas adquiridas ao longo do tempo. A relação entre o endividamento e a idade é negativa na percepção desta corrente.

Na nossa pesquisa empírica esperamos uma relação negativa, seguindo as evidências de hierarquia de financiamento. A variável é calculada como o logaritmo natural do número de anos a partir da criação da empresa até ao ano dos dados. Para tal formulamos a seguinte hipótese:

*H4: Ceteris paribus, quanto maior a idade das empresas menor o recurso à dívida.*

### 3.3.5 Rendibilidade

No que é respeitante ao fator de rendibilidade dos ativos, as duas correntes atestam de forma contrária uma vez que para a teoria *Trade-off*, a relação é positiva, defendendo que, quanto maior for a rentabilidade, mais as empresas devem elevar a sua dívida pois se a empresa contrair dívida os custos com impostos são suprimidos com os benefícios fiscais da dívida (Frank & Goyal, 2003). Em oposição a esta ideia a teoria *Pecking order* defende que as empresas mais rentáveis não precisam de financiamento para os seus projetos uma vez que optam pelo autofinanciamento através dos lucros retidos. Para esta, o fator de rendibilidade tem uma relação negativa com o endividamento (Titman S. &, 1988), (Myers & Majluf, 1984), (Fama & French, 2002), (Vieira & Novo, 2010).

Assim sendo, obtemos esta variável através quociente dos resultados líquidos do exercício e total de ativos e apesar das contradições das duas correntes, no presente trabalho espera-

se uma relação negativa, sendo esta aquela que é mais aceite nas pesquisas empíricas sobre as PME's e formulamos assim a hipótese:

*H5. Quanto maior for rácio de rendibilidade dos ativos, menor será a probabilidade das empresas recorrerem a recurso a dívida.*

### **3.3.6 Dimensão**

Segundo a teoria de *trade-off*, a dimensão é um fator determinante da estrutura de capital da empresa. As empresas de grande dimensão são menos propensas à falência (maior diversificação de negocio). A que acrescer que o custo de falência possui uma relação inversa com a dimensão da empresa (Cole, 2013).

O contrário acontece com as empresas de menor dimensão. Estas para além de serem mais propensas à falência, apresentam uma maior assimetria de informação, logo maior risco de não cumprimento das obrigações referentes à dívida. Desta forma, quando as empresas são de menor dimensão poderão ter um acesso menor á dívida (Titman S. &., 1988).

A maioria das investigações realizadas no universo das PME'S adotaram o logaritmo natural de total de ativos como variável capaz de medir o efeito dimensão. A nossa opção também foi por utilizar esta mesma forma para a variável dimensão, como foi feito pelos autores (Vieira & Novo, 2010), (Matias, Baptista, & Salsa, 2015) entre outros.

A nossa amostra é constituída por empresas jovens de pequena e média dimensão, inseridas numa economia emergente, com níveis de crescimento significativos. Por este motivo, estas empresas à medida que vão apresentando uma maior dimensão, vão também refletindo maiores índices de diversificação, de reputação e credibilidade. Assim, pensamos que a perspetiva teórica que melhor se adequa é a do *Pecking-order*, pois, maior dimensão significa menor assimetria de informação e logo maior facilidade no acesso ao endividamento e também a menor preço. Desta forma, podemos enunciar a hipótese a ser testada:

*H6. Quanto for a dimensão da empresa, maior o nível de endividamento.*

### **3.3.7 Investimento**

As empresas tratam de forma separada o processo de investimento e as decisões de financiamento. Mas, apesar disso, eles estão intimamente ligados. A teoria *pecking order*, defende a hierarquia nas fontes de financiamento. Nesta perspetiva quando o financiamento interno é insuficiente para cobrir as despesas de investimento, recorre-se então ao financiamento externo (Frank & Goyal, 2003). Assim, estabelece-se uma relação positiva entre investimento e endividamento.

Espera-se para o nosso trabalho uma relação positiva porque em PME tende a verificar-se a teoria *pecking order* (Vieira e Novo, 2010). A medição desta variável feita pela variação percentual dos ativos tangíveis, isto é, o quociente entre os ativos tangíveis no momento t menos ativos tangíveis no momento t-1 mais as amortizações sobre ativos tangíveis no momento t-1. Assim temos como hipótese a testar:

*H7: As oportunidades de investimento são financiadas com recurso ao capital externo, ou seja, quanto maior o investimento, maior o endividamento.*

### **3.4 Definição da amostra**

A definição da amostra baseia-se exclusivamente no interesse em estudar as PME'S no contexto da economia angolana. Com base na alínea a), b) e c) do artigo 5º da lei nº30/11 de 13 de setembro. Consoante a presente lei, consideram-se:

*Tabela 1 - A classificação das empresas que compõem a amostra*

Tipos de MPME	Nº de trabalhador	Faturação bruta anual
Microempresa	Até 10 Funcionários	O equivalente em Kwanzas, 250.000 USD
Pequena empresa	De 10 até 100 funcionários	De 250.000 a 3 milhões de USD o equivalente a kwanzas
Média empresa	De 100 até 200 trabalhadores	De 3 milhões a 10 milhões USD/ Kwanzas

Fonte: dados da pesquisa

Dos relatórios de contas cedidos a partir das AGT, técnicos de contas e por alguns proprietários, procurou-se selecionar um número de empresas que possuísse demonstrações financeiras em 6 anos de exercícios (2009-2014), restringindo-se no valor máximo do equivalente em Kwanzas a 10 milhões de dólares.

A amostra é composta por 56 empresas diferentes, (para cada empresa possuímos 5 ou mais anos de informação) e de diferentes setores de atividades. Conforme a tabela abaixo. Gostaríamos de sublinhar que a amostra é de dimensão reduzida pelo que não temos a ambição de que os resultados possam representar universo das empresas angolanas.

Em termo da análise de regressão, o que nós fizemos foi censurarmos distribuições de valores de forma em que todos valores estão no intervalo de desvio padrão de -3 a +3, desvios padrões por media, com exceção da variável outros benefícios fiscais além da dívida (NDTS).

*Tabela 2 - Distribuição da amostra por setor de atividades*

Setor de atividade	Empresas	Observações
Comércio	32	192
Construção	4	24
Industria	3	18
Transporte	3	24
Hotelaria e turismo	1	6
Prestação de serviços	9	54
Educação	2	12
Diversos	2	12
Total	56	336

Fonte: dados da pesquisa

Portanto, observa-se que a amostra esta constituída por empresas de diferentes atividades. Pois, isso indica que ela pode ser caracterizada como heterogénea, fato que poderá ser confirmado, aquando da análise da estatística descritiva dos dados.

*Tabela 3- Idade das empresas distribuídas por quantidade*

Empresas com idade entre 1 a 10 anos	Empresas com idade entre 11 a 20 anos	Empresas com idade entre 21 a 30 anos	Empresas com idade entre 31 a 40 anos	Empresas com idade maior a 40 anos	Total
34	19	1	1	1	56

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se que das 56 empresa que constituem a amostra, 34 a maioria possui idade entre 1 a 10 anos, as que possuem de entre 11 a 20 anos são 19, e as que têm 21 ou mais anos são representadas por uma cada. Isto demonstra que a amostra é composta por empresas mais jovens.

*Tabela 4 - Variáveis dependentes e independentes*

Variáveis	Descrição	A formula de calculo	Previsão do sinal
<b>Dependente:</b>			
DEBT <sub>i,t</sub>	Endividamento total	$\frac{\text{Passivo total}}{\text{Total de Ativos}}$	
<b>Independentes:</b>			
NDTS <sub>i,t</sub>	Outros benefícios fiscais para elem da divida	$\frac{\text{Amortizações do periodo}}{\text{total de ativos}}$	Negativo (-)
SIZE <sub>i,t</sub>	Dimensão	Logaritmo natural de total de ativos	Positivo (+)
TANG <sub>i,t</sub>	Grau dos ativos tangíveis	$\frac{\text{Atios Tangiveis}}{\text{total de Ativos}}$	Positivo (+)
CRESC <sub>i,t</sub>	Oportunidades de crescimento	$\frac{\text{Vendas}_{it} - \text{Vendas}_{it-1}}{\text{Vendas}_{it-1}}$	Positivo (+)
ROA <sub>i,t</sub>	Rendibilidade dos ativos	$\frac{\text{Resultados Liquidos do exercicio}}{\text{total de Ativos}}$	Negativo (-)
INV <sub>it</sub>	Investimento em ativos Tangíveis	$\frac{\text{Ativos Tang}_{it} - \text{Ativo Tang}_{it-1} + \text{Amortizações}_{it}}{\text{Ativos Tangiveis}_{it-1}}$	Positivo (+)
LNAGE <sub>i, t</sub>	idade da empresa desde a constituição ate ao ano da contabilidade	Logaritmo natural da idade	Negativo (-)

Fonte: dados da pesquisa

## Capitulo IV - Regressão Linear com Dados em Painel

Com a definição das variáveis dependentes e independentes e as respectivas medidas, vamos apresentar o modelo de regressão que será utilizado neste trabalho para a validação das hipóteses da pesquisa anunciado no capítulo anterior.

Nesta perspetiva, no presente estudo, para estimarmos a relação entre endividamento e seus determinantes, utilizaremos estimadores de dados em painel. Pois, este modelo

permite determinar o nível de ajustamento do endividamento real em direção ao nível ótimo de endividamento. Para tal, o modelo de regressão linear para dados em painel, o seguinte:

$$DEBT_{it} = \alpha + \beta_1 BEBT_{it-1} + \beta_2 NDT_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 CRES_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 INV_{it} + \beta_8 IDADE_{it}$$

Onde  $\alpha$  refere-se à constante que evidencia a interação da reta com o eixo vertical,  $\beta$ , representa também uma constante, que reproduz o declive da reta face a cada uma das variáveis independentes, cujo o valor representa em quanto faremos variar a variável dependente se houver uma alteração da 1% na independente, mantendo todo o resto constantes,  $\varepsilon$ , refere-se a erros provenientes das medições efetuadas e,  $i$  e  $t$ , representa as observações da entidade e a data em que foi observado respetivamente.

#### **4.1 Dados em Painel**

Um conjunto de dados em painel é aquele que segue uma dada amostra de indivíduos ao longo do tempo, e assim proporciona múltiplas observações sobre cada indivíduo (ou empresa) na amostra.

A nossa mostra, com objetivo de identificar e analisar os fatores que determinam a estrutura de capital das PME'S angolanas, será analisada seguindo a metodologia de dados em painel, abordagem apontada pelos testes como a mais adequada porque, considera a heterogeneidade individual, controla o impacto de variáveis omitidas (por exemplo efeitos específicos à empresa). Os dados são mais informativos uma vez que há aumento do número de observações, levando a maiores graus de liberdade e maior variabilidade dos

dados, contribuindo para a estimação de parâmetro mais eficiente, e também contribui para a simplificação de inferências estatística devido à maior disponibilidade de dados (Hsiao,2014).

A literatura diz que as abordagens mais comuns em análise de dados em painel são o método pooled dos mínimos quadrados (Polled OLS ou PMQ), o modelo dos efeitos fixos (MEF) e o modelo dos efeitos aleatório (MEA). O método pooled dos mínimos quadrados (PMQ) omite a possibilidade de os fatores individuais não observados serem correlacionados com os regressores, e, portanto, omite a estrutura temporal painel de dados e todas as observações são tomadas como independentes. O modelo de efeitos fixos, considera as características individuais de cada empresa e que são invariantes ao longo do tempo. O modelo de efeitos aleatórios assume que todas as diferenças entre empresas que não foram incluídas no modelo são refletidas no termo de erro e não estão correlacionadas com a variável dependente.

Para encontrarmos o modelo a estimar, recorreremos a diversos testes. O teste de White visa testar a existência de heteroscedasticidade. Caso esta exista, o modelo é estimado utilizando uma correção aos erros padrão, isto é, utiliza-se um estimador White heteroskedasticity consistente estimador. O teste de Hausman tem por objetivo testar se a estimação se faz utilizando efeitos fixos ou efeito aleatórios.

Todos os procedimentos econométricos de estimação do modelo foram feitos utilizando o software Stata.

## **4.2 Apresentação e análise dos resultados**

O presente trabalho tem por objetivo analisar, como se comportam os determinantes do endividamento de uma amostra de 56 empresas angolanas, de pequena e média dimensão (PME), utilizando as demonstrações financeiras das mesmas, no período de 2009 a 2014. Para tal construi-se um painel não balanceado, dado que as empresas da amostra apresentam um número de observações diferentes para as sete variáveis explicativas.

## 4.2.1 Análise de correlação

A tabela 3 apresenta a matriz de correlação dos coeficientes das variáveis dependentes e independentes da amostra e as suas respectivas significâncias estatísticas.

*Tabela 5 - Matriz de correlação*

DEBT	NDTS	SIZE	TANG	CRESC	ROA	INV	LNAGE	
DEBT	1.000							
NDTS	0.013	1.000						
SIZE	0.246*	-0.058	1.000					
TANG	0.004	0.504*	0.100	1.000				
CRESC	-0.030	0.013	-0.055	0.075	1.000			
ROA	-0.201*	0.054	-0.127	-0.124	-0.111	1.000		
INV	0.016	-0.034	-0.154*	-0.316*	0.175*	0.099	1.000	
LNAGE	-0.024	0.138	0.239*	0.099	-0.114	-0.026	-0.009	1.000

\* Significativamente diferente de zero ao nível de significância de 10%

Analisando a matriz de correlação, verifica-se que não existe nenhuma correlação significativa entre as variáveis independentes. Todas as correlações estão abaixo de 50%, com exceção da correlação de 50,4% entre as variáveis tangibilidade (TANG) e dimensão (SIZE) da empresa. Desta forma, o problema de multicolinearidade não é relevante. Mesmo para o caso assinalado de correlação entre as variáveis TANG e SIZE, a possibilidade de multicolinearidade não se levanta, dado que o valor desta correlação não ultrapassa os 80% (Gujarati, 2003 citado por Vieira e Novo, 2010).

Para confirmar a inexistência de multicolinearidade, foi calculada a Variance Inflation Factor (VIF) de todas as variáveis independentes. O valor máximo de VIF encontrado foi de 1,53 para a variável TANG e o valor médio da VIF de todas as variáveis é de 1,24. Uma vez que este valor é inferior a 10 (UCLA - Statistical Consulting Group, 2016).

Para os coeficientes de correlação entre o Endividamento e as variáveis independentes, os nossos resultados confirmam em alguns casos os sinais que esperávamos obter. No caso de rentabilidade (ROA), Dimensão (SIZE) investimento (INV) e idade (LNAGE). As correlações que não coincidiram com o que esperávamos fizeram-se sentir nas variáveis, Benefícios fiscais para além da dívida (NDTS) e crescimento (CRESC).

## 4.2.2 Estatística descritiva

Na tabela a seguir apresentam-se a média, desvio padrão, mínimos e os máximos para as variáveis dependentes e independentes das 56 empresas da amostra no período de 2009 a 2014.

*Tabela 6 – estatística descritiva*

	Obs.	Med.	D.Pad	Mín.	P2.5	P25	P50	P75	P97.5	Max.
DEBT <sub>it</sub>	318	0.5778	0.3565	0.010	0.010	0.2470	0.6366	0.9471	1.000	1.000
NDTS <sub>it</sub>	318	0.0598	0.0889	0.000	0.000	0.0032	0.0231	0.0689	0.3560	0.4000
SIZE <sub>it</sub>	318	17.8898	1.8767	13.1906	14.5736	16.6038	17.6293	18.8843	21.7519	22.3857
TANG <sub>it</sub>	318	0.3358	0.3190	0.0001	0.0009	0.0516	0.2251	0.5802	0.9500	0.9500
CRESC <sub>it</sub>	318	0.0995	0.5910	-0.5910	-0.9000	-0.900	0.0463	0.5738	1.0000	1.0000
ROA <sub>it</sub>	318	0.0346	0.1498	-0.3500	-0.3229	0.0000	0.0114	0.0658	0.4521	0.5000
INV <sub>it</sub>	318	0.6302	1.2043	-0.5000	-0.5000	0.0000	0.0875	0.8323	3.0000	3.0000
LNAGE <sub>it</sub>	309	1.9651	0.1578	2.079	0.6931	1.3863	1.9460	2.5650	2.9957	3.8502

Fonte: dados da pesquisa

Da análise efetuada à amostra para o período em análise pode-se observar que a variável dependente (DEBT), apresenta em média 57.78%, dos ativos totais das PMES angolanas em análise. Evidenciando que há uma participação média de dívida um pouco elevada nestas empresas. Portanto, é importante referir que a amostra apresentou um elevado desvio-padrão nos níveis de endividamento das empresas no período em análise de 35.65%. Isto indica que existe na amostra empresas com perfil de endividamento diferenciados, ou seja, presença de heterogeneidade nos dados.

Analisando a media das variáveis independentes, verificamos que, outros benefícios fiscais (NDTS) são em média 5.98%. Para Dimensão (SIZE), verifica-se uma amostra relativamente homogênea. Para a variável Tangibilidade (TANG), foi possível observar que as PME's estudadas possuem em media 33.58% de ativos fixos nas suas estruturas. Observa-se, uma Rendibilidade (ROA) média de 3.46% de lucros sobre os ativos totais o que é manifestamente um valor muito reduzido. A Idade (AGE) média das empresas da amostra é de 20 anos, este fato indica que a amostra é constituída por empresas muito jovens, com crescimentos do volume de negócios em média 9.95% e investimentos médio de 63.02% ao ano.

### **4.2.3 Resultados empíricos**

Neste subcapítulo apresentamos os resultados dos modelos estimados.

O teste de Hausman permitiu verificar que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado. No entanto, apresentamos também os resultados obtidos para o modelo de efeitos fixos, de forma, a comparar os resultados.

O teste de White (White's general test statistic: 75.07628 Chi-sq (35) P-value = 0.0001), apresenta um p-value inferior a 0.05, por este motivo pode rejeita-se a hipótese nula de homoscedasticidade. Assim, confirma que existe heteroscedasticidade, justificando desta forma a estimação com base nos estimadores de White consistentes com a heteroscedasticidade.

Os resultados da estimação dos diferentes modelos lineares são os apresentados na tabela 7.

Os primeiros três modelos estimados utilizaram o procedimento de estimação de Pooled Mínimos Quadrados (PMQ). Os modelos 4 e 5 foram estimados recorrendo a estimadores de efeitos fixos e aleatórios em painel de dados.

Na estimação dos modelos PMQ utilizaram-se variáveis dummy para diferentes exercícios e para cada sector de atividade. Os coeficientes estimados para estas variáveis dummy foram omitidos da tabela 7 para simplificar apresentação.

Na estimação dos modelos de efeitos fixos e aleatórios em painel de dados foram utilizadas variáveis dummy para os anos. No caso do modelo de efeitos aleatórios foram ainda introduzidas variáveis dummy para os sectores de atividade.

Nos modelos 1-3 pode observa-se que a variável explicativa dimensão (SIZE) é sempre significativa e tem uma relação positiva com o nível de endividamento. A variável rentabilidade (ROA) é também significativa nos três modelos, mas a relação com o endividamento é negativa.

As variáveis crescimento (CRESC) e idade (LnAGE) apresentam significância estatística unicamente no modelo 1 e no modelo 2, respetivamente.

A variável endividamento total desfasada um período ( $DEBT_{it-1}$ ) tem uma relação positiva e significativa com a variável dependente.

Por fim, nestes três modelos não encontramos mais nenhuma relação estatística significativa.

Os modelos 4 e 5 foram estimados utilizando a estrutura de painel de dados, com efeitos fixos e aleatórios. De forma idêntica à encontrada nos modelos anteriores, as variáveis, ROA e SIZE têm significância estatística. No caso da variável ROA a relação é negativa e para a variável SIZE esta relação é positiva. Observa-se também que a variável ROA é aquela que apresenta o maior coeficiente estimado e, portanto, aquela que tem maior poder explicativo. Ainda a referir, que o modelo de efeitos fixos apresenta significância estatística para a variável idade (LnAGE), tal como o modelo 2.

Tabela 7 - Resultado das regressões lineares dos efeitos fixos

	Modelo 1: PMQ efeitos fixos (setor e tempo)		Modelo 2: PMQ efeitos fixos (setor e tempo) e variável desfasada		Modelo 3: PMQ efeitos fixos (setor, tempo e empresa) e variável desfasada		Modelo 4: Painei de dados Efeitos fixos		Modelo 5: Painei de dados Efeitos aleatórios	
	coef	t	coef	t	coef	t	coef	t	coef	z
DEBT										
DEBT <sub>it-1</sub>			0.632***	10.59	0.151**	2.21				
NDTS	0.153	0.36	0.149	0.58	0.117	0.28	-0.002	-0.01	<b>-0.005</b>	<b>-0.02</b>
SIZE	0.046**	2.33	0.029**	0.19	0.098**	2.26	0.079***	4.44	<b>0.066***</b>	<b>4.44</b>
TANG	-0.086	-0.75	-0.101	-1.24	-0.030	-0.23	0.004	0.06	<b>-0.031</b>	<b>-0.42</b>
CRESC	-0.074**	-2.61	-0.034	-1.31	-0.012	-0.50	-0.032	-1.21	<b>-0.042</b>	<b>-1.61</b>
ROA	-0.572***	-4.49	-0.281**	-2.55	-0.275**	-2.22	-0.295**	-2.50	<b>-0.350***</b>	<b>-3.05</b>
INV	0.018	1.05	0.0096	0.77	0.001	0.06	0.001	0.06	<b>0.003</b>	<b>0.22</b>
LnAGE	-0.011	-0.22	-0.067**	-2.09	-0.062	-0.29	0.184**	2.36	<b>0.056</b>	<b>1.15</b>
const	-0.270	-0.5	-0.121	-0.48	-1.193	-1.25	-1.080***	-0.01	<b>-0.957**</b>	<b>-2.40</b>
							(F11.241) Prob>F= 0.000		<b>Chi²=52.17</b> <b>GI=18</b> <b>Prob&gt;chi= 0.000</b>	
	Obs=307 R²=0.1630		OBS=248 R²=0.534		OBS=248 R²=0.7295					

Considerando as hipóteses por nós enunciadas anteriormente, vamos verificar cada uma delas.

Hipótese 1: Quanto maior forem os benefícios fiscais gerados pelas amortizações, menor será o recurso à dívida por parte das empresas.

No que se refere a variável outros benefícios fiscais além da dívida (NDTS), apresenta uma relação negativa com o endividamento de acordo com o previsto na hipótese 1, mas não é estatisticamente significativa pelo que não se podem retirar ilações sobre o efeito desta variável na amostra em estudo. Os mesmos resultados foram encontrados nos trabalhos de Matias, Batista e Salsa (2015); Vieira e novo, (2010), para o endividamento geral.

Hipótese 2: Quanto maior o crescimento, maior o recurso à dívida.

Com a variável crescimento (CRESC) pretendíamos saber qual a fonte de financiamento preferencial para financiar o crescimento das empresas, ou seja, o financiamento se faz com

o recurso a fundos gerados internamente ou com o recurso a dívida. O resultado encontrado não é estatisticamente significativo, pois assim não temos nada afirmar sobre relação entre o crescimento e o endividamento. Desta forma não encontramos evidências que permita confirmar a nossa hipótese.

*Hipótese 3: A composição dos ativos das empresas serve de garantia para o acesso ao endividamento*

O coeficiente da variável Tangibilidade (TANG), mostra se as existências de colaterais condicionam o acesso a crédito. Dado que os resultados não dão significância estatística não podemos tirar conclusões sobre a capacidade explicativa desta variável.

*Hipótese 4: Ceteri paribus, quanto maior a idade das empresas menor o recurso à dívida.*

A variável idade (LNAGE) apresenta uma relação estatisticamente não significativa no modelo de efeitos aleatórios. No modelo de efeitos fixos foi encontrada uma relação significativa e positiva. Mas dado que o teste de Hausman indica o modelo de efeitos aleatórios como o mais adequado, consideramos então que não existe significância estatística suficiente para que esta variável tenha poder explicativo.

*Hipótese 5: Quanto maior for rácio de rentabilidade dos ativos, menor será a probabilidade das empresas recorrerem a dívida.*

A variável Rentabilidade (ROA) apresenta significância estatística e uma relação negativa com o endividamento, logo não se rejeita a hipótese 5.

Este resultado está de acordo a teoria Pecking order. Os resultados obtidos mostram que quanto maior for a rentabilidades dos ativos das empresas, maior será a sua capacidade de autofinanciamento, e conseqüentemente menor necessidade de endividamento externo. Relação idêntica foi encontrada nos estudos de Gama (2000) Vieira e Novo (2010); Forte, Barros e Nakamura (2013); Matias, Baptista e Salsa (2015), para o envidamento medio e longo prazo.

*Hipótese 6: Quanto for a dimensão da empresa, maior o nível de endividamento.*

Para a variável dimensão (SIZE), observa-se uma relação positiva e um coeficiente estatisticamente significativo ao nível de significância 1% com o endividamento. Os resultados suportam a hipótese 6, de que a capacidade de endividamento aumenta à medida que a empresas se diversificam (no pressuposto, de que as empresas de maior dimensão possuem uma maior diversificação de seus negócios). Estes resultados são consistentes com outros estudos, como de Vieira e Novo (2010); Forte, Barros e Nakamura (2013); Matias, Batista e Salsa (2015). Este resultado esta em conformidade tanto para a teoria trade-off como com a teoria Pecking order.

Hipótese 7: *As oportunidades de investimento são financiadas com recurso ao capital externo*, ou seja, quanto maior o investimento, maior o endividamento

Para variável investimento (INV), observa-se uma relação positiva com o nível de dívida tal como previsto. No entanto essa relação não é estatisticamente significativa pelo que nada se pode concluir sobre a hipótese7.

## **Capitulo V – Conclusões**

A decisão da estrutura de capital para as pequenas e medias empresas é uma das questões fundamentais em finanças corporativas. Tendo em mente que as micro pequenas e media empresas (MPME) são representativas do tecido económico Angolano, o estudo do nível de endividamento em empresas de pequena e media dimensão em angola é extremamente importante para o desenvolvimento da economia do país.

A pesar de uma vasta literatura sobre estrutura de capital e suas determinantes, não é do nosso conhecimento qualquer investigação utilizando uma amostra das PME's angolanas. Assim, o objetivo principal desta dissertação foi identificar os determinantes da estrutura de capital das empresas de pequena e media dimensão (PME's) angolanas que constituem a amostra e verificar se as práticas empresarias destas permitem validar os argumentos

propostos pelas teorias financeiras explicativas da estrutura de capital nomeadamente a teoria *Pecking order* ou *trade-off*.

A amostra é composta por 56 empresas diferentes (para cada empresa possuímos 5 ou mais anos de informação) e de diferentes setores de atividades.

O trabalho numa primeira fase, apresenta uma breve revisão de literatura sobre as teorias financeiras, quer numa abordagem geral, quer numa abordagem focada no nível de endividamento geral das empresas. De seguida, na parte empírica, foi utilizado o modelo de efeitos aleatórios para analisar a relação entre a variável dependente com as variáveis independentes, ou seja, os principais determinantes da estrutura de capital das PME's angolanas que constitui a amostra.

Os resultados obtidos na análise através da regressão considerada sobre os fatores que determinam a estrutura de capital das empresas de pequena dimensão angolana (PME's), revelam que, a variável outros benefícios fiscais para além da dívida (NDTS), Crescimento (CRESC), Tangibilidade (TANG.), idade, (LNAGE), Investimento(INV) não se mostraram significativos na explicação dos indicadores de estrutura de capital em análise.

Por sua vez, a variável Dimensão apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa. Este resultado em concreto concorda com as duas principais teorias financeira (*Pecking Order* e *Trade-off*). Já a variável rendibilidade apresenta uma relação negativa com o endividamento total e estatisticamente significativo, assim sendo o efeito dessa variável é economicamente significativo, não se rejeitando hipótese  $H_5$ , sendo mesmo a variável com um maior poder explicativo no endividamento total (coeficiente de 0.35).

Estes resultados mostram que as empresas de pequena e media dimensão angolanas que constituem amostra no período de 2009-2014, conferem aderência à teoria de *Pecking order*. Nesta perspetiva, percebe-se que as empresas tendem a financiar os seus negócios com a retenção de lucros e só em caso de insuficiência recorrem a capitais alheios. De certa forma, essa política de financiamento se torna preponderante para esta franja de empresas, porque minimiza os problemas de assimetria de informação com que frequentemente se deparam, decorrentes das suas características de gestão.

A nível de limitações são de salientar, as dificuldades encontradas na aquisição de informações para a construção da base de dados, dado que Angola ainda não possui uma base de dados estruturada, assim sendo, a informação foi recolhida manualmente. A salientar ainda o fato de que a exiguidade de estudos empíricos realizados, restringe a discussão dos resultados para o presente trabalho. Nos próximos trabalhos podem proceder-se a investigações por regiões, setor de atividades e acesso ao crédito bancário.

## Bibliografia

- Albarez, T., & Valle, M. R. (2009). Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 6-27.
- Almeida, K. F. (2009). Análise da Evolução da Metodologia. *Contabilidade & finanças– USP*.
- Andrade, V. P. (10 de Dez de 2002). *As experiências e perspectivas das pequenas e médias empresas em Angola*. Obtido em 31 de 10 de 2016, de [http://library.fes.de/pdf-files/bueros/angola/hosting/upd12\\_02andrade.pdf](http://library.fes.de/pdf-files/bueros/angola/hosting/upd12_02andrade.pdf)
- Andres, A. (2008). Large shareholders and firm performance—an empirical examination of founding-family ownership. *J. Corp. Financ.* 14, pp. 431–445.
- Ang, J. (1992). On the theory of finance for privately help firms. *J. Small Bus. Financ.*, pp. 185–203.
- Augusto, M. A. (2006). *Políticas de dividendo e estrutura de capital*. Universidade de Coimbra.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure Vol. 57.
- Bhaird, C. M., & Lucey, B. (18 de Jun de 2008). *Determinants of capital structure in Irish SMEs*. Obtido em 31 de 10 de 2016, de Munich Personal RePEc Archive: [https://mpra.ub.uni-muenchen.de/62370/1/MPRA\\_paper\\_62370.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/62370/1/MPRA_paper_62370.pdf)
- Bhaird, C. M., Lucey, B., & Vidal, J. S. (s.d.). *Discouraged borrowers: Evidence for Eurozone SMEs*. Obtido em 31 de 10 de 2016, de Tara - Trinity's access to research archive: <http://www.tara.tcd.ie/xmlui/bitstream/handle/2262/76214/discouragedEUROBorrowers%20FINAL%20JIFMIM.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The journal of Finance*, 39(3), 857-878.
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2003). *Princípios de Finanças Empresariais (7ª ed.)*. Portugal: McGraw-Hill .
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2005). *Finanças corporativas*. Bookman.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais. (8ª Ed)*. Madrid: Mc Graw Hill.
- Campos, A. L. (2015). Rebalanceamento da Estrutura de Capital: Endividamento Setorial e Folga Financeira/Capital Structure Rebalancing: Industry Leverage and Financial Slack. *Revista de Administração Contemporânea*, 19.

- Cavalcanti, J. M. (2014). Tangibilidade, classe de ativos e estrutura de capital das empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Dissertação (Mestrado em Políticas e Gestão Públicas; Gestão Organizacional)*. Natal: Universidade Federal do Rio Grande do Norte.
- Cole, R. (2013). What do we know about the capital structure of privately held US firms? Evidence from the surveys of small business finance. *Financ. Manag.* 42, pp. 777–813.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of financial economics* 8, pp. 3-29.
- Diamond, D. W. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *The Journal of political economy*, 828-862.
- Diário da República, I SÉRIE — N.º 176 — DE 13 DE SETEMBRO DE 2011. (13 de Setembro de 2011). Lei n.º 30/11. *Lei das Micro, Pequenas e Médias*. Angola.
- Díaz-Díaz, N. L., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2016). Debt maturity structure in private firms: Does the family control matter? *Journal of Corporate Finance*, 393-411.
- Duarte, F. D., Gama, A. P., & Esperança, J. P. (2016). Collateral-based in SME lending: The role of business collateral and personal collateral in less-developed countries. *Research in International Business and Finance*, 39, 406-422.
- Embassy of Republic of Angola . (Mar de 2012). *Programas de desenvolvimento das micro, pequenas e médias empresas*. Obtido em 31 de 10 de 2016, de Republic of Angola - Embassy in the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland: [http://www.angola.org.uk/PDF/press/mineco\\_programa\\_desenvolvimento\\_MPME\\_AP\\_R.pdf](http://www.angola.org.uk/PDF/press/mineco_programa_desenvolvimento_MPME_AP_R.pdf)
- Fama, E., & French, K. (2002). Testing Tradeoff and Pecking Order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, 1-33.
- 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.
- Fernandes, A. B. (2011). Decisões de financiamento das micro empresas nacionais. In XVI CONGRESO AECA. *Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*.
- Forte, D., Barros, L. A., & Nakamura, W. T. (2013). Determinants of the capital structure of small and medium sized Brazilian enterprises. *BAR - Braz. Adm. Rev. [online]* vol.10, n.3, 347-369.

- Frank, M. Z. (2004). The effect of market conditions on capital structure adjustment. *Finance Research Letters*, Vol. 1, 47.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the Pecking Order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 67, 217-248.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2008). Trade-off and Pecking Order Theories of Debt. In E. Eckbo Handbook of Corporate Finance. *Empirical Corporate Finance*, Volume 2, 135-197.
- Frankel, R., & Lee, C. (1998). Accounting valuation, market expectation and the book to market effect. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, 283-319.
- Gama, A. (2000). *Os determinantes da estrutura de capital das PME'S industriais portuguesa*.
- Gitman, L. J. (1997). *Princípios de administração financeira*. Harbra.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. *J. McCall, The Economics of Information and Uncertainty*, 107-140.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). A teoria da estrutura de capital. *Jornal de Finanças*, pp. 297-355.
- Heim, R., & Hoel, T. (Set de 2013). *The impact of the financial crisis on capital structure: A study on Norwegian limited liability small and medium sized firms*. Obtido em 31 de 10 de 2016, de BI Norwegian Business School: [http://www.bi.edu/OsloFiles/ccgr/Student\\_papers/MSc/CCGR\\_MSc\\_044.pdf](http://www.bi.edu/OsloFiles/ccgr/Student_papers/MSc/CCGR_MSc_044.pdf)
- Hovakimian, A. (2006). Are observed capital structures determined by equity Market Timing? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41, 221-243.
- Hsiao, C. (2014). Analysis of panel data (No. 54). *Cambridge*.
- Jalilvand, A., & Harris, R. S. (1984). Corporate behavior in adjustment to capital structure and dividend targets: an econometric study. *The Journal of Finance*, Vol. 39 (1), 127-145.
- Jensen, M. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2).
- 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.
- Júnior, L. E., António, B., M, R. C., & Cherobim, A. P. (2005). *Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas trabalhistas*.
- Kayhan, A., & Titman, S. (2007). Firms histories and their capital structures. *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, 1-32.

- Keefe, M. O., & Yaghoubi, M. (2016). The influence of cash flow volatility on capital structure and the use of debt of different maturities. *Journal of Corporate Finance*, 18-36.
- La Porta, R. (1996). Expectations and cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, Vol. 51, 1715-1742.
- Leland, H., & Pyle, D. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, Vol. 32, Nº 2, 371-387.
- Loof, H. (2004). Dynamic optimal capital structure and technical change. *Structural Change and Economic Dynamics*, Vol. 15, 449-468.
- Mac an Bhaird, C. &. (2010). Determinants of capital structure in Irish SMEs. *Small business economics*, 35, pp. 357-375.
- Martins, G. A. (2007). *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. 3 ed. São Paulo: Atlas.
- Matias, F., Baptista, C., & Salsa, L. (2015). Estrutura do capital das PME da indústria transformadora portuguesa: uma análise com dados em painel. *Tourism & Management Studies*, 11(2), pp. 120-129.
- McMahon, R., Holmes, S., Hutchinson, P., & Forsaith, D. (1993). *Small enterprise financial management: Theory and practice*.
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. *The Journal of Finance*, Vol. 32, 261-275.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and theory of investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, Vol. 53, 433-443.
- Mota, A. G. (2012). *Finanças da empresa- teoria e prática*. Lisboa: Edição sílabas, Lda.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. 39, 575-592 .
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *The journal of economic perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investments decisions when firms have information that investors do not have. *The Journal of Finance*, Vol. 13, 187-221.
- Neto, A. A., & Lima, F. G. (2009). *Curso de administração financeira*. Atlas.
- Norton, E. (1990). Similarities and differences in small and large corporation beliefs about capital structure policy. *Business Economics*, 2, 229-245.

- Nunes, L. D. (2004). A informação contabilística nas decisões financeiras das pequenas empresas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15(36), 87-96.
- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustments to long run target: evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 28, 175-199.
- Pacheco, L. (2016). Capital structure and internationalization: The case of Portuguese industrial SMEs. *Research in International Business and Finance*, 38, pp. 531-545.
- Rajan, R. G. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, Vol. 50, 1421-1447.
- Robichek, A. A., & Myers, S. C. (1965). *Optimal Financing Decisions (2 ed.)*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Rodrigues, P. R. (2006). Estrutura de capitais e seus fatores determinantes no Brasil. *ConTexto - Vol. 6, n. 10*.
- Rogão, M. C. (2013). Influência das características específicas e do sistema financeiro dos países na estrutura de capitais das empresas. *Doctoral dissertation*. Universidade da Beira Interior.
- Roll, R. (1977). A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential testability of the theory. *Journal of financial economics*, 4(2), 129-176.
- Ross, S. A. (2008). *Administração Financeira*. Sao Paulo: Atlas.
- Ross, S. A., Wester, F. R., & Jaffe, J. F. (1995). *Administração Financeira: Corporate Finance*. São Paulo: Editora Atlasge university press.
- Sánchez-Vidal, F. J. (2014). High debt companies' leverage determinants in Spain: A quantile regression approach. *Economic Modelling*, 455-465.
- Scott, J. (1976). A theory of optimal capital structure. *Bell Journal of Economics*, Vol. 7, 33-54.
- Serrasqueiro, Z. S., Armada, M. R., & Nunes, P. M. (2011). Pecking Order Theory versus Trade-Off Theory: are service SMEs' capital structure decisions different? *Service Business*, 5(4), pp. 381-409.
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets : An Introduction of Behavioural Finance*. Oxford: Oxford University Press .
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of financial Economics*, 26 (1), 3-27.

- Taggart, R. A. (1977). A model of corporate financing decisions. *The Journal of Finance*, Vol. 32 (5), 1467-1484.
- Tavares, C. (2012). *Análise financeira e mercado*. Áreas Editoras.
- Termo de autorização de recolha de informação, Sinopse nº03/DSF/5ªRT/016 (Quinta Região Tributária (Namibe e Huila) 29 de 07 de 2016).
- Titman, S. &. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, Vol. 43, 1-19.
- Titman, S. (1984). The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of financial economics*, 13(1), 137-151.
- UCLA - Statistical Consulting Group, 2016. Stata Web Books. Chapter 2 - Regression diagnostics. Disponível em <http://www.ats.ucla.edu/stat/stata/webbooks/reg/chapter2/statareg2.htm>. Acedido em 15/11/2016.
- Van Horne, J. C. (1992). *Financial Management and Policy* (9 ed.). New Jersey: Prentice Hall, Inc.
- Vieira, E., & Novo, J. (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. *Revista de Estudos do ISCA*. Nº2.

## Anexos

### Resultados dos testes de robustez e de Hausman

```
. reg debt1 ndts size1 tang1 crescimento1 roa1 investimento1 lnage, cluster(empresa) robust
```

```
Linear regression                Number of obs =   309
                                F( 7, 56) =   6.72
                                Prob > F   =  0.0000
                                R-squared   =  0.1226
                                Root MSE =  .3378
```

(Std. Err. adjusted for 57 clusters in empresa)

debt1	Robust					
	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interva]	
ndts	.2098131	.4408691	0.48	0.636	-.6733539	1.09298
size1	.0386062	.0174402	2.21	0.031	.0036692	.0735431
tang1	-.0996137	.1188973	-0.84	0.406	-.3377936	.1385663
crescimento1	-.0606694	.0296701	-2.04	0.046	-.1201057	-.0012331
roa1	-.6123739	.1382927	-4.43	0.000	-.8894074	-.3353404
investime~o1	.0097609	.0167391	0.58	0.562	-.0237715	.0432933
lnage	-.0428656	.0484322	-0.89	0.380	-.1398869	.0541558
_cons	.0133552	.3181304	0.04	0.967	-.6239365	.6506469



Linear regression

Number of obs = 248  
 F( 11, 55) = .  
 Prob > F = .  
 R-squared = 0.7295  
 Root MSE = .21697

(Std. Err. adjusted for 56 clusters in empresa)

debt1	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
debt1						
L1.	.1514291	.0684062	2.21	0.031	.01434	.2885181
ndts	.1167968	.4218796	0.28	0.783	-.7286688	.9622624
size1	.0981839	.0434534	2.26	0.028	.0111013	.1852665
tang1	-.0302747	.1306003	-0.23	0.818	-.2920035	.2314541
crescimento1	-.0116973	.02332	-0.50	0.618	-.0584316	.035037
roa1	-.2753738	.1240125	-2.22	0.031	-.5239004	-.0268472
investime-o1	.0009768	.015583	0.06	0.950	-.0302522	.0322058
lnage	-.0621489	.2150686	-0.29	0.774	-.4931561	.3688583
d3	.0402263	.0584943	0.69	0.495	-.0769989	.1574514
d4	-.0269643	.0911791	-0.30	0.769	-.2096913	.1557628
d5	-.0048909	.1179213	-0.04	0.967	-.2412105	.2314288
d6	-.0489059	.1506614	-0.32	0.747	-.3508381	.2530263
comer	.1227873	.100918	1.22	0.229	-.0794569	.3250315
const	.1431506	.2232948	0.64	0.524	-.3043421	.5906433
indut	-.2628935	.1893853	-1.39	0.171	-.6424302	.1166432
transp	.2899998	.2364361	1.23	0.225	-.1838287	.7638283
hortturis	.2766964	.2443873	1.13	0.262	-.2130666	.7664594
pserviços	.2550475	.162701	1.57	0.123	-.0710126	.5811076
ensino	-.1490223	.1877692	-0.79	0.431	-.5253201	.2272755



**Termo de autorização de recolha de informação,**



QUINTA REGIÃO TRIBUTÁRIA  
(Namibe e Huila)

Sinopse nº 03/ DSF/5ªRT/016

REF. /DSF/ 5ªRT/16

Data: 29/07/2016

Correspondência: Ofício

Destinatário: Ruth Chipondia Caluvi

ASSUNTO: Solicitação de informação

Entregue por:

*Shinya D. T. Jordão* ..... Data *29/07/2016*

Recebida por:

*Ruth E. Caluvi* ..... Data *29/07/2016*

O Chefe de Departamento

*Shinya D. T. Jordão*  
Shinya D. T. Jordão

# Lei n.º 30/11 de 13 de Setembro

4294

DIÁRIO DA REPÚBLICA

## ASSEMBLEIA NACIONAL

Lei n.º 30/11  
de 13 de Setembro

Tradicionalmente, as Micro, Pequenas e Médias Empresas (MPME) têm sido dos principais instrumentos de sustentação das economias modernas, incluindo as dos países mais desenvolvidos, não apenas por participarem na redução do desemprego, mas também por se ajustarem às necessidades das comunidades e, com isso, contribuírem, significativamente para a redução da informalidade e da pobreza.

Em Angola, a adopção e implementação de uma ambiciosa estratégia de fomento das MPME recomendam a adopção de um amplo programa de simplificação de práticas administrativas, de regulamentação e de facilitação do acesso aos mercados e a novas oportunidades de negócios, bem como de formalização de parcerias visando o desenvolvimento de novos produtos e serviços em geral.

Assim, para a formulação da estratégia e estruturação das políticas e programas dirigidos às referidas empresas, bem como a criação ou potenciação de organismos e instituições com autoridade pública para coordenação e avaliação permanentes do alcance das políticas a implementar, torna-se necessário estabelecer o quadro legislativo, de apoio ao Poder Executivo na sua acção de promoção do desenvolvimento económico e social do País.

A Assembleia Nacional aprova, por mandato do povo, nos termos do n.º 2 do artigo 165.º e da alínea b) do n.º 2 do artigo 166.º, ambos da Constituição da República de Angola, a seguinte:

### LEI DAS MICRO, PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS

#### CAPÍTULO I Disposições Gerais

##### ARTIGO 1.º (Objecto)

A presente lei estabelece as normas relativas ao tratamento diferenciado que devem merecer as Micro, Pequenas e Médias Empresas (MPME), bem como as condições de acesso aos respectivos incentivos e facilidades.

##### ARTIGO 2.º (Âmbito)

A presente lei e a regulamentação dela decorrente são aplicáveis às MPME, constituídas e registadas no território nacional, enquanto instrumentos de fomento do empresariado privado nacional e de formalização da economia, de promoção do emprego, da competitividade e da redução da pobreza, nos termos a seguir definidos.

##### ARTIGO 3.º (Bases da política de apoio)

A política de apoio às MPME deve ser prosseguida de acordo com os seguintes pressupostos:

- a) tratamento diferenciado das MPME pelo Poder Executivo, com a adopção de medidas concretas, a nível legal e regulamentar, nos diversos sectores da administração pública, para a criação de um ambiente de negócios que favoreça a constituição e desenvolvimento dessas empresas;
- b) integração das medidas a adoptar, num conjunto coerente e eficaz que permita alcançar os objectivos de fomento das MPME;
- c) adaptação da administração pública às necessidades e especificidades das MPME;
- d) desburocratização de procedimentos que constituem entraves administrativos desnecessários e a adopção de medidas que reduzam os custos de contexto para a actividade desenvolvida pelas MPME, facilitando os actos inerentes à sua criação e desenvolvimento;
- e) promoção, através da criação de programas de incentivos mediante contrapartidas ajustadas à realidade das MPME em Angola e ao tipo de negócios que desenvolvem;
- f) preferência nas contratações públicas por meio da fixação de uma quota restrita às MPME para o fornecimento de bens e serviços;
- g) facilitar a participação directa em concursos de empreitadas de obras públicas de pequena e média dimensão e, por via da subcontratação ou subempreitada, a participação em concursos de empreitadas de obras públicas de grande envergadura;
- h) participação activa dos órgãos da Administração Local do Estado e das autarquias, na organização e enquadramento das MPME, na economia local;

- i) auscultação das associações empresariais e profissionais nacionais reconhecidas, na definição dos programas de fomento e de apoio à formação e superação profissional necessários às MPME;
- j) asseguramento de políticas favoráveis às MPME, cuja maioria ou totalidade do capital social seja detida por cidadãos angolanos.

## CAPÍTULO II

### Classificação das Micro, Pequenas e Médias Empresas

#### ARTIGO 4.º

(Empresa e tipo de sociedade)

1. Para efeitos da presente lei, entende-se por empresa, as sociedades que, independentemente da sua forma jurídica, tenham por objecto o exercício de uma actividade económica.

2. São classificadas como MPME as sociedades comerciais que tenham adoptado um dos tipos previstos nas alíneas a) e b) do artigo 2.º da Lei n.º 1/04, de 13 de Fevereiro — Lei das Sociedades Comerciais, bem como outros tipos societários que venham a ser criados por lei.

3. O exercício de actividade económica por pessoa singular, é nos termos desta lei, classificada de acordo com a tipologia definida no artigo 5.º da presente lei.

#### ARTIGO 5.º

(Tipologia de MPME e critérios identificadores)

1. As MPME, distinguem-se por dois critérios, nomeadamente, o número de trabalhadores efectivos e o volume de facturação total anual sendo esta última a prevalente sempre que for necessário decidir sobre a classificação das mesmas.

2. Para efeitos da presente lei, consideram-se:

- a) Micro empresas abreviadamente MC, aquelas que empreguem até 10 trabalhadores e/ou tenham uma facturação bruta anual não superior em Kz ao equivalente a USD 250 mil;
- b) Pequenas empresas abreviadamente PQ, aquelas que empreguem mais de 10 e até 100 trabalhadores e/ou tenham uma facturação bruta anual em Kz superior ao equivalente a USD 250 mil e igual ou inferior a USD 3 milhões;

- c) Médias empresas abreviadamente MD, aquelas que empreguem mais de 100 até 200 trabalhadores e/ou tenham uma facturação bruta anual em Kz superior ao equivalente a USD 3 milhões e igual ou inferior a USD 10 milhões.

3. Para efeitos de enquadramento das categorias de MPME, previstas no presente artigo, os dados a serem considerados para o cálculo dos trabalhadores e limites de facturação anual bruta são os do último exercício contabilístico encerrado.

4. A empresa que, à data de encerramento das contas, verificar que ultrapassou ou diminuiu o número de trabalhadores ou o volume de facturação indicado no n.º 1 do presente artigo, mantém o enquadramento na mesma categoria, devendo alterá-lo no ano fiscal seguinte.

5. Sem prejuízo da adopção do duplo critério para a classificação das MPME, considera-se, sempre que necessário, como critério prevalente, o do volume de facturação, documentado nas suas demonstrações financeiras, assinadas por contabilista regularmente inscrito no organismo de representação de classes.

6. As MPME que tenham, no decurso do exercício económico, excedido o volume de facturação ou número de trabalhadores previstos neste artigo, ficam excluídas, no exercício económico seguinte, do regime diferenciado previsto na presente lei.

#### ARTIGO 6.º

(Trabalhadores)

1. São considerados trabalhadores, para efeitos da presente lei, as pessoas que tenham trabalhado na empresa durante seis meses corridos, sujeitos a um contrato de trabalho, e registados na Segurança Social, que devem acompanhar o processo de classificação.

2. São ainda considerados, para o cálculo do número de trabalhadores, os sócios que exerçam uma actividade regular na empresa, ainda que apenas de gestão.

#### ARTIGO 7.º

(Excluído)

1. Não são enquadradas como MPME nem destinatárias do tratamento diferenciado previsto na presente lei as seguintes entidades:

- a) em cujo capital participe, independentemente da percentagem, o Estado ou outras entidades públicas, excepto universidades e centros de investigação, nestes casos com o limite máximo de 25 % do capital social;
- b) em cujo capital participe outra empresa que não seja MPME, independentemente do tipo societário em causa;
- c) que participe no capital de outras empresas que não sejam MPME independentemente do tipo societário em causa;
- d) que seja filial ou sucursal, no País, de uma empresa com sede no exterior do país;
- e) que exerça a actividade no sector financeiro bancário e não bancário.

2. Ficam, igualmente, excluídas do âmbito da presente lei, as MPME cujo sócio maioritário detenha participações noutras empresas, sempre que a facturação bruta anual exceda o limite mais elevado previsto no artigo 5.º

### CAPÍTULO III Estrutura Institucional de Apoio

#### ARTIGO 8.º (Instituição de apoio)

1. O Executivo é responsável pela criação dos procedimentos sistemáticos de regulamentação e coordenação, para a efectiva concretização dos objectivos de promoção e apoio às MPME.

2. O órgão competente de apoio às Pequenas e Médias Empresas é a instituição da administração indirecta do Estado incumbida de acompanhar e certificar a constituição das MPME.

3. Cabe ao Titular do Poder Executivo ou a quem este delegar, regular o órgão da administração indirecta do Estado de apoio as MPME.

#### ARTIGO 9.º (Classificação)

1. Sem prejuízo dos procedimentos de constituição e registo comercial previstos na Lei n.º 1/04, de 13 de Fevereiro — Lei das Sociedades Comerciais e demais legislação aplicável, o reconhecimento do estatuto de MPME é feito por certificação, a realizar, nos termos da presente lei.

2. A certificação das MPME faz-se apresentando os documentos que provam a existência da sociedade comercial ou da actividade empresarial, no caso de pessoa singular, para fins de reconhecimento do estatuto de Micro, Pequena e Média empresas.

3. Para efeitos de prova do estatuto de MPME devem ser apresentados os comprovativos da regularidade da situação fiscal do período anterior, os estatutos da empresa, o número de contribuinte e o alvará da actividade económica.

4. A certificação é feita por um selo auto-colante para a fixação no estabelecimento do operador económico e com o respectivo número de ordem repartido por províncias e acompanhada de um cartão de identificação, a regular em diploma próprio.

#### ARTIGO 10.º (Objectivos da classificação)

A classificação prevista na presente lei visa, nomeadamente:

- a) conferir o estatuto de MPME através de trâmites especiais, caracterizados pela simplificação e celeridade, a empresas que necessitem de comprovar o referido estatuto perante entidades públicas e privadas, no âmbito dos programas de incentivo e apoio à actividade;
- b) permitir que a afectação de fundos públicos destinados à promoção das MPME se realize com a máxima transparência e rigor;
- c) instituir uma base de dados fiável de MPME, acessível às entidades interessadas, para efeitos de contratação, parcerias e outras finalidades;
- d) melhoria de dados estatísticos e de gestão de informação para a criação de políticas públicas de combate à pobreza, promoção do emprego e empreendedorismo e desenvolvimento económico e social, dotando o Instituto Nacional de Estatística, dos meios humanos e materiais necessários à prossecução deste fim.

### CAPÍTULO IV Programas de Apoio as MPME

#### ARTIGO 11.º (Programas de incentivos)

1. A política de apoio às MPME integra programas de incentivos fiscais e financeiros, organizacionais, de criação

de competências, de inovação e de capacitação tecnológica, a criar pelo Executivo, formulados mediante a auscultação das associações empresariais e ou profissionais nacionais reconhecidas.

2. O Executivo deve estruturar programas de incentivos fiscais, financeiros e organizacionais específicos para mulheres e jovens, incluindo cursos de formação e/ou superação profissional com o envolvimento das associações empresariais e/ou profissionais nacionais reconhecidas.

3. Criar linhas de crédito bonificadas, políticas de *leasing* ou quaisquer outros mecanismos financeiros que facilitem a afirmação na economia das empresas de capital angolano igual ou superior a 75% e enquadradas neste sistema das MPME.

#### ARTIGO 12.º

##### (Acesso aos apoios e incentivos)

1. O acesso aos apoios e incentivos constantes do presente capítulo está reservado às MPME que, comprovadamente, demonstrem possuir as suas obrigações fiscais totalmente regularizadas, através da instrução do processo de classificação com as competentes certidões de inexistência de dívidas fiscais emitidas pela administração fiscal.

2. As MPME que tenham acordado com o Estado ou autoridade fiscal, um plano de amortização de dívidas fiscais gozam, igualmente, dos apoios constantes da presente lei.

#### SECÇÃO I

##### Apoios Institucionais

#### ARTIGO 13.º

##### (Constituição, registo e licenciamento de MPME)

1. O Executivo deve proceder à implementação de um sistema simplificado de formalidades de procedimentos para a constituição de empresas e de licenciamento da sua actividade.

2. Os procedimentos referidos no número anterior devem incluir:

- a) a manutenção de forma integrada, consolidada e de fácil acesso, de informações e orientações que permitam pesquisas prévias às etapas de constituição, registo e licenciamento das entidades empresariais. As pesquisas prévias à elaboração

de acto constitutivo devem bastar para que os promotores empresariais sejam informados pelos órgãos e entidades competentes:

- i) da possibilidade de uso da denominação social pretendida e da possibilidade de exercício da actividade desejada no local escolhido;
- ii) de todos os requisitos a serem cumpridos para a obtenção das licenças de autorização de funcionamento, segundo a actividade pretendida, dimensão da empresa e grau de risco.

- b) a entrada, em guichet único, de documentos e dados de registo e licenciamento.

#### ARTIGO 14.º

##### (Medidas de apoio institucional)

O Executivo, no âmbito das suas competências, deve desenvolver outras medidas de apoio de carácter funcional, devendo, para o efeito, orientar os departamentos ministeriais ligados ao sector produtivo para a criação de programas anuais específicos de apoio às MPME.

#### ARTIGO 15.º

##### (Participação das entidades públicas e privadas)

1. O Estado e demais entidades públicas devem destinar, no mínimo, 25% do seu orçamento, relativo a aquisição de bens e serviços, para as MPME, como tal qualificadas pela presente lei.

2. As empresas privadas de grande dimensão, nos contratos de fornecimento de bens e serviços ao Estado, obtidos por meio de concursos, devem, reservar, no mínimo, 10% do valor dos contratos para as MPME, a adjudicar por consulta pública a praça e em regime de concurso público e com supervisão do adjudicatário.

3. Nos concursos para adjudicação de empreitadas de obras públicas, é obrigatória a reserva, no mínimo, 25%, para as MPME e em regime de concurso público a ser fiscalizado pelo adjudicatário.

4. Para efeitos do disposto nos n.ºs 1 e 2, as entidades adjudicatárias devem consultar a base de dados de MPME a ser elaborada pelo organismo do Estado responsável pela classificação das MPME.

5. As empresas que incumprirem o disposto no n.º 2, ficam impedidas de participar em quaisquer concursos públicos promovidos pelo Estado e demais entidades públicas, por um período não inferior a dois anos.

6. As empresas públicas de grande dimensão ficam obrigadas a integrar nos seus órgãos de estrutura, gabinetes ou serviços de facilitação a contratação de bens ou serviços disponibilizados por MPME, ou atribuir tais competências a unidades orgânicas já existentes.

7. O departamento ministerial responsável pelo apoio às MPME em colaboração com o departamento ministerial responsável pelas finanças públicas, deve fiscalizar o cumprimento do disposto, nos números anteriores.

**ARTIGO 16.º**  
(Aquisições públicas)

1. Não obstante o disposto na Lei n.º 20/10, de 7 de Setembro — Lei da Contratação Pública, em caso de empate nos concursos públicos e de subcontratação, deve ser dada preferência às MPME.

2. Para efeitos do disposto no número anterior, entende-se por empate, aquelas situações em que as propostas apresentadas pelas MPME, são iguais ou até 10% superiores à proposta mais bem qualificada das empresas que não sejam MPME.

**ARTIGO 17.º**  
(Pagamentos por serviços prestados)

1. Os pagamentos a efectuar pelo Estado ou quaisquer outros entes públicos às MPME, pelos bens e serviços fornecidos nos termos da presente lei, devem ser processados no prazo máximo de quarenta e cinco dias, contados a partir da data da recepção da respectiva factura.

2. A violação do disposto no número anterior, por causas imputáveis ao contratante, obriga ao pagamento automático de uma indemnização correspondente à taxa de juro legal.

**SECÇÃO II**  
**Apoios Fiscais e Financeiros**

**ARTIGO 18.º**  
(Medidas de apoio fiscal e financeiro)

Sem prejuízo de outras medidas a considerar nos programas referidos no artigo 20.º, na sua elaboração o Executivo deve ter em conta:

- a) simplificação dos actos e procedimentos de tributação;
- b) subvenções diferenciadas, consoante o tipo de actividade, às taxas de juros praticadas pelas instituições financeiras bancárias nas actividades ligadas ao micro crédito;
- c) disponibilização de programas dirigidos ao financiamento das MPME através de linhas de crédito com juros bonificados, a serem disponibilizadas pelas instituições financeiras bancárias.

**ARTIGO 19.º**  
(Emolumentos)

O acto de aumento do capital social das sociedades abrangidas pela presente lei está isento de quaisquer emolumentos e encargos legais.

**ARTIGO 20.º**  
(Incentivos fiscais)

1. Com a presente lei, as MPME abrangidas, beneficiam, nos primeiros cinco anos para as da Zona A, três anos para as da Zona B e dois anos para as das Zonas C e D, de redução das taxas previstas no Código do Imposto Industrial.

2. Os incentivos fiscais a aplicar obedecem a uma divisão do País em quatro zonas, nomeadamente:

- a) Zona A, compreendendo as Províncias de Cabinda, Zaire, Uíge, Bengo, Cuanza-Norte, Malanje, Cuando Cubango, Cunene e Namibe;
- b) Zona B, compreendendo as Províncias de Cuanza-Sul, Huambo e Bié;
- c) Zona C, compreendendo a Província de Benguela, exceptuando os Municípios do Lobito e de Benguela e a Província da Huila exceptuando o Município do Lubango;
- d) Zona D, compreendendo a Província de Luanda, e os Municípios de Benguela, do Lobito e do Lubango.

3. De acordo com os n.ºs 1 e 2 deste artigo, as MPME abrangidas e desde que possuam contabilidade ou registo, nos termos dos n.ºs 4, 5, 6 e 7 seguintes, beneficiam de redução das taxas previstas no Código do Imposto Industrial, de modo seguinte:

- a) *Micro Empresas*: pagamento por recurso a Imposto Especial por Conta, incidindo a taxa de 2% sobre as vendas brutas independentemente da zona a que se situem. O imposto é calculado mensalmente sobre as vendas brutas do período e pago até ao 10.º dia útil do mês seguinte;
- b) *Pequenas e Médias Empresas*: benefício de 50% para as empresas da Zona A, 35% para as empresas da Zona B, 20% para as empresas da Zona C e 10% para as empresas da Zona D.

4. As micro empresas, no caso de não possuírem contabilidade, devem utilizar um livro de registo de compras e vendas de serviços prestados.

5. As pequenas empresas devem ter no mínimo, um modelo de contabilidade simplificada.

6. As médias empresas devem possuir, pelo menos, contabilidade geral.

7. As MPME com capital estrangeiro devem possuir contabilidade geral.

8. Compete ao departamento ministerial responsável pelas finanças públicas definir os livros de registo, bem como, o modelo de contabilidade simplificada.

9. As Micro, Pequenas e Médias Empresas industriais gozam, ainda, de isenção do imposto de consumo sobre as matérias-primas e subsidiárias.

#### ARTIGO 21.º

##### (Administração do sistema de incentivos)

1. A gestão do sistema de incentivos e benefícios fiscais, cabe ao Poder Executivo, que a executa através do departamento ministerial responsável pelas finanças públicas.

2. As MPME que prestarem falsas declarações ou fraudarem a presente lei no que tange à aplicação do artigo 20.º, perdem automática e definitivamente o direito de beneficiar dos incentivos fiscais nele previstos, devendo ainda, cumprir retroactivamente com as suas obrigações fiscais, nos termos gerais.

3. Compete à Repartição de Finanças onde se encontra registada a empresa, dar cumprimento do disposto no número anterior.

#### ARTIGO 22.º

##### (Apoio das instituições bancárias públicas)

1. As instituições financeiras bancárias públicas devem manter linhas de crédito específicas para MPME devendo o montante disponível e as condições de acesso ser expresso nos respectivos orçamentos e amplamente divulgadas.

2. As entidades referidas no número anterior devem publicar juntamente com os seus balanços um relatório circunstanciado dos recursos alocados às linhas de crédito acima referidas e aquelas efectivamente utilizadas com a respectiva justificação.

#### SECÇÃO III

##### Apoio na Criação de Competências

#### ARTIGO 23.º

##### (Acções de formação profissional)

1. O Estado, através do orçamento do departamento ministerial responsável pela formação profissional deve, anualmente, afectar uma verba para subsídios a atribuir às entidades ligadas à formação profissional de pessoal e proprietários das MPME.

2. Para poderem beneficiar dos subsídios mencionados no número anterior, as entidades formadoras devem apresentar ao departamento ministerial encarregue da formação profissional até Julho do ano precedente, as suas propostas de programas de formação acompanhadas das respectivas estimativas orçamentais.

3. Os subsídios a atribuir pela formação, devem ser pagos directamente às entidades formadoras referidas no número anterior, em percentagem a determinar pelo Poder Executivo.

4. O departamento ministerial responsável pela formação profissional, deve acompanhar e verificar a correspondência entre os valores atribuídos e o número de formandos que tiverem frequentado com aproveitamento as acções de formação.

#### ARTIGO 24.º

##### (Cursos profissionais)

1. O departamento ministerial responsável pelo apoio às MPME, deve desenvolver um programa de formação e certificação profissional, através de cursos de curta duração.

2. Os cursos a que se refere o número anterior são dirigidos aos proprietários, gestores e funcionários das referidas empresas, devendo ser ministrados pela entidade vocacionada para tal ou por entidade de ensino certificada pela referida entidade, com ou sem apoio das associações empresariais, mas privilegiadamente com estas.

3. O programa referido no número anterior deve, conter no mínimo, matérias ligadas a contabilidade básica, organização e gestão de empresas e direito da empresa.

#### ARTIGO 25.º

##### (Medidas de apoio à criação de competências)

O Executivo, no quadro da estratégia de fomento das MPME deve ter em conta um programa destinado à criação de competências que comporte, nomeadamente:

- a) incluir nos programas curriculares das instituições de ensino público, matérias ligadas ao empreendedorismo;
- b) incentivar os institutos profissionais e universidades a incluírem nos seus programas curriculares, matérias ligadas ao empreendedorismo;
- c) promover a criação de cursos de curta duração, dirigidos a gestores de pequenos negócios pertencentes a cidadãos angolanos.

### CAPÍTULO V

#### Tratamento Diferenciado

#### ARTIGO 26.º

##### (Procedimentos simplificados)

Sem prejuízo do disposto no n.º 1 do artigo 13.º e do artigo 19.º, deve o Executivo implementar um programa alargado de simplificação administrativa para a criação de empresas, que abranja, entre outras, as seguintes medidas:

- a) tornar facultativa a realização de escrituras relativas a determinados actos das sociedades passíveis de serem certificadas como MPME;
- b) utilização das novas tecnologias de informação, que permitam a desmaterialização de procedimentos de criação de empresas, a não presença física dos promotores para certos actos e, para a publicação dos estatutos, a possibilidade de escolha entre o papel ou um portal específico para o efeito.

#### ARTIGO 27.º

##### (Contratação exclusiva de Micro Empresas)

O Estado e demais entes públicos podem, em determinados concursos para aquisição de bens e serviços, incluir como requisitos de pré-selecção a qualificação dos participantes como micro e pequenas empresas, nos termos definidos na Lei n.º 20/10, de 7 de Setembro — Lei da Contratação Pública.

#### ARTIGO 28.º

##### (Imposto de Selo)

As micro empresas no desenvolvimento da sua actividade estão isentas do pagamento do Imposto de Selo.

#### ARTIGO 29.º

##### (Relações laborais)

O Executivo, junto às estruturas competentes deve desenvolver políticas laborais de apoio às micro empresas.

### CAPÍTULO VI

#### Disposições Finais e Transitórias

#### ARTIGO 30.º

##### (Omissão de receita)

Aplicam-se às MPME existentes e classificadas como tal pela presente lei, todas as presunções de omissão de receita existentes na legislação nacional.

#### ARTIGO 31.º

##### (Obrigação de informar)

1. As MPME que, pelo volume de facturação ou número de empregados, ultrapassem os limites definidos no artigo 5.º têm, findo o exercício económico, trinta dias para informar a entidade encarregue do seu registo.

2. Sem prejuízo das disposições penais aplicáveis, o não cumprimento do disposto no número anterior, sujeita a sociedade ao pagamento de uma multa correspondente a 10% do total dos impostos e contribuições devidos.

#### ARTIGO 32.º

##### (Fiscalização orientadora)

A fiscalização decorrente dos benefícios e incentivos constantes da presente lei, bem como dos aspectos laborais, ambientais e segurança, deve ter natureza prioritariamente orientadora, quando a actividade ou situação, por sua natu-

reza, comportar grau de risco compatível com esse procedimento, salvo se verificar-se qualquer situação de fraude ou embaraço a fiscalização.

**ARTIGO 33.º**  
(Disposição transitória)

As MPME existentes e interessadas nos benefícios e incentivos previstos pela presente lei, devem, no prazo de um ano, contado a partir do início do ano fiscal seguinte à sua publicação, obter a respectiva certificação.

**ARTIGO 34.º**  
(Dúvidas e omissões)

As dúvidas e omissões que se suscitarem da interpretação e aplicação da presente lei são resolvidas pela Assembleia Nacional.

**ARTIGO 35.º**  
(Regulamentação)

Compete ao Titular do Poder Executivo regulamentar a presente lei até trinta dias antes da sua entrada em vigor.

**ARTIGO 36.º**  
(Entrada em vigor)

A presente lei entra em vigor no dia dois de Janeiro de 2012.

Vista e aprovada pela Assembleia Nacional, em Luanda, aos 26 de Julho de 2011.

A Presidente, em exercício, da Assembleia Nacional,  
*Joana Lina Ramos Baptista.*

Promulgada aos 2 de Setembro de 2011.

Publique-se.

O Presidente da República, *José EDUARDO DOS SANTOS.*

## MINISTÉRIO DOS PETRÓLEOS

### Decreto executivo n.º 133/11 de 13 de Setembro

Tendo sido o Ministro dos Petróleos autorizado a definir e a estabelecer a divisão em blocos na Zona Marítima de Angola (Bacia do Kwanza), para futuras concessões petrolíferas;

Convindo implementar tal deliberação;

Em conformidade com os poderes delegados pelo Presidente da República, nos termos do artigo 137.º da Constituição da República de Angola e do artigo 11.º da Lei n.º 10/04; de 12 de Novembro, determino:

Artigo 1.º — É dividida a Zona Marítima de Angola (Bacia do Kwanza) em seis (6) blocos petrolíferos denominados Blocos 35, 36, 37, 38, 39 e 40.

Artigo 2.º — O mapa de localização, extensão e coordenadas geográficas dos referidos blocos constam do anexo que é parte integrante do presente Decreto Executivo.

Artigo 3.º — O presente Decreto Executivo entra em vigor na data da sua publicação.

Publique-se.

Luanda, aos 5 de Setembro de 2011.

O Ministro, *José Maria Botelho de Vasconcelos.*