

FINANÇAS

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DO SETOR BANCÁRIO ANGOLANO

Nuno Teixeira
nuno.teixeira@esce.ips.pt

Albertina Barros
aldinhabarros1@hotmail.com

Francisco Leote
francisco.leote@esce.ips.pt

RESUMO

Ao longo dos anos desenvolveram-se várias teorias que tentam identificar os determinantes da decisão de financiamento. Contudo, os resultados de investigação ainda não são unânimes. Assim, o objetivo deste trabalho, é o estudo dos determinantes da estrutura de capitais do setor bancário angolano, incidindo, sobre um país e um negócio, ainda pouco explorados em termos académicos. Realizaram-se 9 estudos de caso, que para além de representarem 40% dos bancos presentes no país, foram selecionados, considerando diferentes critérios como a dimensão, a idade e o tipo de proprietários, pretendendo-se garantir uma visão ampla sobre a realidade setorial. Os resultados de investigação sugerem que o nível de endividamento é condicionado sobretudo pela dimensão, nível de custos financeiros e de ativos não correntes. Pela análise de clusters foi, também, possível definir 4 perfis de bancos que se distinguem nos seguintes determinantes: valor empréstimo por cliente, ritmo de crescimento, rentabilidade, dimensão e estrutura financeira.

Palavras-Chave: Determinantes da Estrutura de Capitais, Setor Bancário, Angola

ABSTRACT

Over the years, several theories were developed that try to identify the determinants of the financing decision. However, the research results are still not unanimous. Thus, the objective of this work is the study of the determinants of the capital structure of the Angolan banking sector, focusing, on a country and a business, still unexplored in academic terms. There were nine case studies, which in addition to represent 40% of banks in the country, were selected taking into account different criteria such as size, age, type of owners and are intended to ensure a broad view of sectoral reality. The research results suggest that the level of debt is mainly conditioned by the size, level of financial costs and non-current assets. By clusters analysis, it was also possible to define 4 bank profiles that differed in the following determinants: loan value per customer, growth rate, profitability, size and financial structure.

Keywords: Determinants of Capital Structure, Banking Industry, Angola

1. INTRODUÇÃO

A decisão sobre a estrutura de capitais das empresas, ou seja, sobre a medida de capitais próprios e de capitais alheios que devem financiar os investimentos necessários à atividade, tem sido estudada ao longo dos anos por vários investigadores que originaram diferentes teorias sobre o tema. Modigliani & Miller (1958) lançaram a investigação sobre esta área do conhecimento em finanças, defendendo que a estrutura de capitais era irrelevante para o valor das empresas. Porém, vários investigadores desenvolveram diferentes perspetivas sobre o modo como os gestores decidiam o nível de capitais próprios ou alheios, analisando o impacto do efeito fiscal, dos custos de falência, dos custos de agência, da assimetria da informação, da hierarquização das fontes de financiamento, da estratégia empresarial assumida, entre outros determinantes dessa decisão.

Embora, já exista um volume vasto de trabalhos sobre o tema, os resultados de investigação apresentam, por vezes, conclusões contraditórias, havendo por isso, espaço para o estudo desta área de conhecimento. Em simultâneo, o objetivo principal deste trabalho de investigação, é o estudo dos determinantes da estrutura de capitais do setor bancário angolano, incidindo, assim, sobre um país e um setor de atividade, ainda pouco explorados em termos académicos. Nesse sentido, julga-se que se trata de um trabalho relevante e que pode contribuir para um maior conhecimento das instituições financeiras angolanas, num contexto empresarial onde se espera que tenham um papel bastante ativo na diversificação da economia e no crescimento sustentado do país. No que diz respeito, à metodologia de investigação, e na impossibilidade, de se obterem os dados sobre as 23 instituições financeiras que atuam no mercado angolano, optou-se pela realização de estudos de caso de 9 entidades, que para além de representarem 40% dos bancos presentes no país, foram selecionados, tendo em consideração diferentes critérios como a dimensão, a idade e o tipo de proprietários, pretendendo-se assim, garantir uma visão ampla sobre a realidade setorial. O estudo incidiu sobre o período que decorreu entre 2007 e 2011, perfazendo, portanto, 5 anos de análise, abrangendo um espaço temporal anterior ao impacto da crise da queda dos preços do petróleo na economia angolana que afetou todos os setores económicos do país, e cuja influência no setor bancário irá ser estudada num futuro trabalho.

2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAIS

A decisão de financiamento nas empresas começou a ser estudada mais em pormenor com a publicação do trabalho de Modigliani & Miller em 1958 - *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*. Ao longo do tempo, realizaram-se diversos estudos com o objetivo de determinar as variáveis que influenciavam verdadeiramente a decisão de financiamento. Assim, nos dias de hoje, os investigadores dividem genericamente as teorias sobre a decisão de financiamento em três grandes correntes de investigação:

- Estrutura de capitais em função dos custos e benefícios das fontes de financiamento, tradicionalmente designada por teoria do *trade-off*;
- Seleção hierárquica das fontes de financiamento (*Pecking Order*),
- Estrutura de capitais em função do posicionamento estratégico.

A estrutura de capitais em função dos custos e benefícios das fontes de financiamento, foi-se desenvolvendo ao longo dos anos, tendo sempre como suporte base a ideia de que existe uma estrutura financeira ótima. Geralmente, o custo do capital alheio é inferior ao custo do capital próprio, porque os investidores têm diferentes níveis de risco. Em caso de falência, os credores têm preferência sobre os proprietários. Assim, o financiamento alheio tem um impacto positivo no custo de financiamento global da empresa. No entanto, a partir de determinado nível de endividamento, o risco financeiro irá aumentar, refletindo-se num custo superior do capital alheio, deixando de ser vantajoso o recurso a fontes de financiamento externas.

Foi com o trabalho de Modigliani & Miller de 1958, que se iniciou de forma sistemática o estudo sobre a decisão de financiamento. Os autores desenvolveram a teoria da irrelevância da estrutura financeira, referindo que em mercados financeiros perfeitos, investimentos que proporcionassem os mesmos resultados deveriam ter o mesmo custo. Por exemplo, a rentabilidade gerada pelas obrigações e pelas ações de uma empresa deveria ser idêntica. Assim, o valor estaria dependente apenas da capacidade dos ativos gerarem resultados.

Como tal, os autores desenvolveram uma segunda teoria onde defendiam que embora a estrutura financeira não criasse valor, a utilização de capital alheio aumentava a rentabilidade dos proprietários por unidade monetária investida, desde que a atividade da empresa fosse capaz de gerar excedentes com uma rentabilidade superior aos custos financeiros. Num trabalho seguinte em 1963, Modigliani & Miller identificaram a importância do efeito fiscal, reconhecendo o valor criado pelas poupanças fiscais decorrentes dos juros, pelo facto de poderem ser consideradas como custos financeiros e os lucros distribuídos não. Assim, o tratamento fiscal diferente levava as empresas a selecionar o capital alheio nas suas estruturas financeiras. Deste modo, passaram a defender que a estrutura financeira ótima deveria ser composta totalmente por capitais alheios.

Durante as décadas de 70 e 80, vários investigadores tornaram relevante a teoria dos custos de falência como por exemplo, Kim (1978) e Haugen & Senbet (1988). Verificaram que a teoria apresentada por Modigliani & Miller, não considerava os custos de falência que poderiam ser muito elevados. Estes custos dividiam-se em diretos, como por exemplo a alienação dos ativos por valores inferiores aos reais, e indiretos devido à ameaça de falência, podendo levar os clientes a procurar alternativas no mercado e à recusa de crédito ou de fornecimento por parte dos fornecedores. Quanto maior fosse o endividamento, maior possibilidade existiria de haver ineficiências na atividade relacionadas com a eventual falência da empresa.

Em 1977, Miller chamou a atenção para outro fator importante na decisão de financiamento: a tributação das pessoas singulares. Sendo assim, a decisão de financiamento deveria ser também orientada de acordo com o tipo de rendimento, lucros ou juros, que gerasse maior remuneração aos investidores.

Ao longo dos anos seguintes, foram desenvolvidos diversos trabalhos de investigação que salientaram o papel da teoria da agência na definição do financiamento das empresas (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977; Jensen, 1986; Harris & Raviv, 1990). Estes estudos, mostraram a dificuldade para alinhar os interesses dos gestores, dos proprietários e dos credores financeiros e o impacto dessa realidade na definição da estrutura financeira. Isto porque, os gestores davam prioridade à estabilidade financeira em prol da rentabilidade dos detentores do capital. Para além disso, as divergências com os credores financeiros, sentiam-se através da divulgação de informação contabilística e financeira menos fiável. Assim, no âmbito destes estudos verificou-se que o endividamento poderia funcionar como controlo da qualidade de gestão, uma vez que aumentava o risco e obrigava os gestores a tomarem melhores decisões.

Em resumo, pode dizer-se que a estrutura de capitais em função dos custos e benefícios apresenta as seguintes ideias chave (Ross, Westerfield & Jordan, 2002):

- O custo médio ponderado do capital, vai diminuindo pelo recurso à dívida em virtude desta ter geralmente um custo inferior ao capital próprio;
- A partir de um determinado nível de endividamento, o risco financeiro aumenta e os custos de falência fazem aumentar o custo do capital alheio;
- Em simultâneo, fruto do maior risco, os proprietários vão exigir maior rentabilidade;
- Como tal, o custo médio ponderado do capital vai aumentar.

No que diz respeito à estrutura de capitais em função da seleção hierárquica, os investigadores apresentaram uma nova visão sobre o tema, acreditando que as empresas não procuravam uma estrutura ótima de capitais, embora considerassem que as decisões de financiamento fossem relevantes para a criação de valor. Esta corrente, baseia-se na ideia de que existe assimetria de informação entre os gestores e os potenciais investidores externos, o que limita o recurso ao capital alheio.

Ross (1977) desenvolveu a teoria dos sinais que se baseia no pressuposto de que o valor dos títulos emitidos pelas empresas depende da interpretação que o mercado faz dos sinais provenientes das decisões financeiras. Os sinais considerados mais importantes são o nível de endividamento e a política de distribuição de resultados e representam pistas para os fluxos financeiros futuros.

Em 1996, Bringham chamou a atenção para a importância da rentabilidade dos projetos futuros na decisão de financiamento. Desenvolveu a ideia de que, se os projetos apresentavam expectativas de rentabilidades elevadas, os proprietários recorriam a capitais alheios mais facilmente de modo, a não terem que dividir os lucros com novos proprietários; caso tivessem dúvidas relativamente à rentabilidade dos novos projetos, preferiam usar capitais próprios para diminuir o risco financeiro associado ao financiamento.

Posteriormente, Myers (1984) criou a teoria da *pecking order*. Neste trabalho observaram uma possível hierarquia das fontes de financiamento das empresas por níveis de preferência dos gestores. Em primeiro lugar, utilizavam o autofinanciamento; caso este fosse insuficiente, recorriam ao capital alheio. Deste modo, os aumentos de capital só seriam utilizados para cobrir necessidades financeiras remanescentes. Assim, dando primazia ao autofinanciamento, os gestores tentavam evitar a transmissão de sinais sobre a situação da empresa para o exterior.

Em conclusão, verifica-se que a corrente da estrutura de capitais em função da seleção hierárquica assenta na ideia chave de que as fontes de financiamento utilizadas, variam em função da informação que os gestores pretendem divulgar sobre a atividade da empresa, seja ao nível da rentabilidade, do risco, da liquidez, entre outros.

Finalmente, a estrutura de capitais em função do posicionamento estratégico, defende que a estrutura financeira depende da estratégia empresarial das empresas. Harris & Raviv (1990), dividem esta corrente em 2 tipos de modelos:

- Modelos que estudam a relação entre a estratégia de mercado adotada e a estrutura de capitais;
- Modelos que estudam a relação entre as características dos *inputs* e *outputs* da atividade com a estrutura de capitais definida.

Titman & Wessels (1988) identificaram vários atributos das empresas que condicionavam a estrutura financeira:

- Singularidade: empresas com produtos especializados apresentavam menor propensão para o endividamento;
- Dimensão: empresas menores apresentavam maior propensão para o endividamento de curto prazo por falta de poder de negociação junto das instituições de crédito;
- Rendibilidade das empresas: as mais rentáveis apresentavam menos endividamento.

Por outro lado, não encontraram relação entre a estrutura financeira das empresas e os seguintes atributos: expectativa de crescimento, benefícios fiscais não gerados pelo endividamento, volatilidade dos lucros e estrutura dos ativos.

Em 1991, Maksimovic & Titman verificaram que também existia relação entre a reputação e a estrutura financeira. As empresas consideradas como maiores referências no mercado, possuíam um menor nível de endividamento por forma, a reduzir o risco de falência e a manterem elevado o seu grau de notoriedade.

Já Balakrishnan & Fox (1993), comprovaram a interligação entre a estratégia empresarial e a estrutura financeira a dois níveis:

- A estrutura financeira condicionava a estratégia a implementar por via do volume de recursos financeiros disponíveis, tipos de fontes de financiamento que a empresa podia aceder e o custo de capital que conseguia obter;
- A estratégia empresarial condicionava a estrutura financeira através do tipo de investimentos a realizar e formas de organização e gestão das empresas.

Nessa sequência de ideias, Arias, Martinez & Garcia (2000) identificaram que existia correlação entre os tipos de estratégia das empresas e as fontes de financiamento utilizadas:

- Empresas com estratégias de diversificação e de diferenciação tinham menor risco financeiro, o que lhes proporcionava maior facilidade em obter capital alheio;
- Empresas com maior nível de inovação e com grandes investimentos em investigação e desenvolvimento, apresentavam *pay-backs* mais longos, aumentando o risco do negócio e diminuindo o endividamento;
- Empresas com fatores de produção de difícil substituição, também apresentavam maior risco financeiro e em consequência menor endividamento;
- Empresas com melhor posição competitiva (quota de mercado e rendibilidade), apresentavam maior endividamento, por via do menor risco do negócio associado.

Em síntese, os investigadores que desenvolveram a corrente da estrutura de capitais em função do posicionamento estratégico, defendem que a estratégia empresarial (diversificação, tipo de vantagem competitiva criada, dimensão adotada, nível de integração vertical e mercados abrangidos) e as próprias características de cada negócio (volumes de investimentos necessários, especificidades dos ativos, amplitude dos períodos de recuperação do investimento, etc), condicionam claramente os tipos de fontes de financiamento utilizadas.

3. ESTUDO EMPÍRICO

3.1. O SECTOR BANCÁRIO ANGOLANO

Segundo o Banco Nacional de Angola (BNA, 2011) na avaliação do desempenho do sistema financeiro do segundo trimestre, o setor bancário em Angola era constituído em 2011 por 23 instituições de crédito, sendo três públicas e 20 privadas. Em simultâneo, estavam autorizadas a funcionar 30 casas de câmbio, uma sociedade de remessa de valores e uma sociedade de microcrédito. De seguida, apresenta-se um quadro com a lista das instituições que constituíam, no período de tempo analisado, o setor bancário de Angola.

Quadro 1: Bancos a atuar em Angola

Bancos Públicos	Bancos Privados Nacionais	Filiais de Bancos Estrangeiros
- Banco de Comércio e Indústria	- Banco Africano de Investimentos - Banco Comercial Angolano	- Banco Caixa Geral Totta de Angola

- Banco de Desenvolvimento de Angola - Banco de Poupança e Crédito	- Banco Sol - Banco Regional do Keve - Banco BAI, Micro-Finanças - Banco Internacional de Crédito - Banco Privado Atlântico - Banco de Negócios internacional - Banco Kwanza de Investimento - Banco Angolano de Negócios e Comércio - Banco Comercial do Huambo - Banco para Promoção e Desenvolvimento - Banco Valor	- Banco de Fomento Angola - Banco Espírito Santo Angola - Banco Millennium Angola - Banco VTB-África - Finibanco Angola - Standard Bank
---	--	--

Fonte: BNA, 2011

De modo a demonstrar-se o elevado crescimento do setor bancário em Angola, apresenta-se de seguida a evolução registada durante os anos de 2008 a 2011 de vários indicadores relativos às 23 instituições financeiras a atuar no país: ativo líquido, volume de negócios, montante dos depósitos bancários, número de empregados, de balcões e de caixas automáticas (ATM's) existentes no território.

Quadro 2: Indicadores de crescimento do setor bancário em Angola

Descrição	2008	2009	2010	2011	Varição 08-11
Ativos Totais (milhões de AOA)	2.504.323	3.267.000	4.109.473	4.954.860	97,8%
Volume de negócios (milhões de AOA)	779.257	1.242.361	1.500.972	1.845.349	136,8%
Depósitos Bancários (milhões de AOA)	1.434.000	2.355.402	2.710.145	3.640.507	153,8%
Número de empregados	7.983	9.334	12.588	13.745	72,2%
Número de balcões	578	687	838	991	71,5%
Número de ATM's	614	849	1.138	1.311	113,5%

Fonte: KPMG, 2011

Ao observar-se os indicadores apresentados, constata-se que o crescimento foi elevado nos anos analisados, destacando-se o incremento nos montantes de depósitos bancários obtidos e do volume de negócios que ultrapassaram mais do dobro dos valores iniciais. Assim, evidencia-se o maior alcance junto das populações das diferentes províncias, sendo igualmente comprovado, pelo maior número de balcões e de ATM's disponíveis que cresceram de 2008 para 2011 em 113,5% e 71,5%, respetivamente. Para além disso, é importante salientar que o número de empregados em 2011 já atinge quase as 14.000 pessoas e que o volume de bens e direitos das instituições financeiras já é de cerca de 5.000.000 milhões de Kwanzas (AOA). Assim, constata-se que o setor bancário tem sido um dos que maior crescimento tem tido na economia angolana, sendo uma consequência da liberalização da atividade económica e dos investimentos realizados tanto em infraestruturas públicas como no setor empresarial. Para além da evolução destes indicadores, o crescimento do setor também pode ser comprovado pelo vasto leque de produtos que hoje os bancos oferecem aos seus clientes e que incluem entre outros: cartões VISA, *mobile banking* (realização de operações pelo telemóvel), cartões de débito multi caixas, *homebanking* para o segmento de empresas, micro crédito, transferências bancárias, emissão de cheques, transferências bancárias para o estrangeiro e terminais de pagamento automáticos em estabelecimentos comerciais (KPMG, 2011). No que diz respeito à rentabilidade do setor, verifica-se uma evolução positiva dos resultados obtidos pelos diversos bancos. Em simultâneo, verifica-se que fruto dessa capacidade para gerar autofinanciamento, o património das instituições que constituem o setor tem-se tornado cada vez mais sólido, tendo o capital próprio aumentado 590% ao longo dos anos analisados.

Quadro 3: Rentabilidade dos capitais próprios do setor bancário de Angola

Descrição	2008	2009	2010	2011	Varição 08-11
Resultados Líquidos (milhões de AOA)	64.534	98.678	127.640	125.120	93,9%
Capitais Próprios (milhões de AOA)	78.199	303.203	441.892	539.744	590,2%
Rentabilidade Capitais Próprios	82,5%	32,5%	28,9%	23,2%	-71,9%

Fonte: KPMG, 2011

Assim, é possível observar que a rentabilidade dos capitais próprios (RCP) diminuiu desde 2008 a 2011, o que é, em parte, explicado pelo efeito da acumulação de resultados ao longo dos exercícios económicos. Contudo, o setor regista em 2011 uma rentabilidade superior a 23%, o que é extremamente positivo face às condições económicas mundiais atuais.

Esta situação ainda se torna mais visível, se comparar a rentabilidade do setor bancário de Angola com a média dos países africanos. Analisando os dados do South African Reserve Bank (2011), verifica-se a boa prestação dos bancos angolanos, uma vez que apesar da descida de valor, a RCP continua bastante acima da média africana, que atingiu apenas os 16,4% em 2011, demonstrando que as instituições financeiras a atuar em Angola, representam boas oportunidades de investimento e de criação de valor para os seus acionistas.

Relativamente à estrutura financeira, verifica-se que os bancos angolanos têm privilegiado fundamentalmente o endividamento, o que também é explicado pela sua juventude, que condiciona o nível de resultados acumulados devido ao número reduzido de exercícios económicos com atividade regular.

Quadro 4: Estrutura financeira do setor bancário de Angola

Descrição	2008	2009	2010	2011	Varição 08-11
Capitais Próprios / Ativo Líquido	3,12%	9,28%	10,75%	10,89%	249%
Passivo / Ativo Líquido	96,88%	90,72%	89,25%	89,11%	-8%

Fonte: KPMG, 2011

Quanto ao risco financeiro, e embora o endividamento seja muito elevado, verifica-se que o crédito vencido e as provisões por atrasos nos recebimentos têm um valor muito reduzido na atividade das instituições.

Quadro 5: Risco de crédito no setor bancário de Angola

Descrição	2008	2009	2010	2011	Varição 08-11
Cobranças duvidosas / Créditos concedidos	2,28%	4,04%	6,54%	6,42%	181,6%
Créditos vencidos / Créditos concedidos	2,12%	2,90%	5,53%	4,35%	105,2%

Fonte: KPMG, 2011

Assim, pode-se concluir que o setor bancário angolano caracteriza-se, fundamentalmente, pelo elevado crescimento que obteve ao longo dos últimos anos. O maior volume de atividade, exigiu mais investimentos e novas fontes de financiamento que assentaram sobretudo em endividamento.

Para além disso, não é de estranhar que esses investimentos constantes na atividade tenham diminuído os índices de rentabilidade de 2008 para 2011. No entanto, continuam elevados face à realidade africana, sendo igualmente de destacar o risco reduzido de crédito, o que evidencia as boas perspetivas para o setor, face às previsões de crescimento sustentado da economia angolana durante os próximos anos.

3.2. OS OBJETIVOS DE INVESTIGAÇÃO

Este trabalho de investigação tem como principal objetivo caracterizar a estrutura financeira das empresas do setor bancário de Angola, isto é, identificar que variáveis condicionam a utilização de endividamento ou de capital próprio no financiamento da atividade. Em simultâneo, pretende-se igualmente observar se existem fatores que condicionam a maturidade do endividamento.

Para tal, teve-se como base do trabalho de investigação as diversas teorias desenvolvidas ao longo do tempo sobre este tema e, assim, pretende-se observar se existem evidências empíricas de que as teorias abordadas na revisão de literatura sobre a estrutura de capitais se verificam neste tipo de empresas. Como tal, pretende-se verificar os seguintes objetivos específicos:

- Tendo por base os trabalhos de Modigliani e Miller, as empresas têm em referência o efeito de alavanca financeiro na decisão sobre a estrutura financeira a adotar;
- O efeito fiscal a obter com o financiamento ou com os custos não desembolsáveis (amortizações e depreciações, imparidades e provisões) tem impacto na decisão do financiamento;

- O risco associado às empresas e os custos relacionados com uma maior possibilidade de falência condicionam a estrutura financeira;
- Os custos de agência e mais concretamente a notoriedade, o ritmo de crescimento e os fluxos de caixa disponíveis, influenciam a estrutura financeira;
- A assimetria da informação provoca uma hierarquização das fontes de financiamento da atividade;
- A estratégia implementada pelas empresas e os recursos utilizados na atividade têm impacto na estrutura financeira.

3.3. DETERMINANTES DA ESTRUTURA FINANCEIRA E AS VARIÁVEIS UTILIZADAS

Tendo por base as teorias abordadas ao longo da revisão de literatura, de seguida apresenta-se os determinantes da estrutura financeira que se pretende estudar das empresas que constituem o setor bancário angolano, bem como as variáveis a utilizar nas relações estatísticas a estabelecer face ao nível de endividamento.

Quadro 6: Resumo das relações a estudar face ao nível de endividamento

<i>Determinante</i>	<i>Sigla e Formula</i>	<i>Tipo de Relação</i>	<i>Teoria Correspondente</i>
EAF	EAF= ROI- Custo Financeiro	+	Modelo Original de MM
TEI	TEI= IRC/ (RL +IRC)	+	Efeito Fiscal - Trade-off
OBF	OBF = Logaritmo de Amortização, Imparidades, Provisões do exercício	-	Efeito Fiscal - Trade-off
CF	CF= Custo Financeiro/ Passivo	+	Custos Falência - Trade-off
RN	R.N = Coeficiente de Variação de Pearson do Volume de Negócio (VN) = Desvio Padrão VN/ Media VN	-	Custos Falência - Trade-off
DIM	DIM= Logaritmo do Volume de negócios	+	Custos Falência - Trade-off
ANC	ANC = Ativo não Correntes Tangíveis / Ativo Total Líquido	+	Custo Falência - Trade-off
REP	REP = Número de Anos de Atividade	+	Agência – Trade-off
FC	FC= Logaritmo dos Fluxos de Caixa Operacionais	+	Agência – Trade-off
REND	REND= Resultados Operacionais / Ativo Total Líquido	-	Assimetria de Informação Pecking Order
CRESC	CRESC= Taxa de Crescimento Anual do Ativo Total Líquido	+	Assimetria de Informação Pecking Order
EMP	EMP= Logaritmo Valor dos empréstimos concedidos / número de clientes	-	Posicionamento Estratégico
AI	AI = Ativo Intangíveis / Ativo Total Líquido	-	Posicionamento Estratégico

3.3.1 O EFEITO DE ALAVANCA FINANCEIRO DE MODIGLIANI E MILLER (EAF) E A TEORIA DO TRADE-OFF

Modigliani & Miller (1958) evidenciaram que se a rentabilidade gerada na atividade for superior ao custo de financiamento, a empresa deveria financiar-se através de capitais alheios, uma vez que aumentaria a rentabilidade aos proprietários por unidade monetária investida. Assim, pretende-se verificar se as empresas têm em consideração o efeito de alavanca financeiro para decidirem sobre a tipologia de fontes de financiamento a utilizar. Para o cálculo do ROI - *Return On Investment*, teve-se como referência os resultados operacionais no numerador e o ativo líquido no denominador, seguindo a fórmula tradicionalmente utilizada nos estudos empíricos (Teixeira, 2013). No que diz respeito ao custo de financiamento, foi determinado pelo quociente entre os custos financeiros e o passivo (Teixeira, 2013).

Haugen e Sebert (1988), Booth, Aivazian, Vemirguc-Kunt & Maksimovic (2001), entre outros, encontraram uma relação positiva entre a variável taxa de imposto sobre o rendimento (TEI) e o nível de endividamento. O facto de os custos financeiros serem considerados para efeitos de determinação do lucro tributável, incentiva a utilização de endividamento em prol de capitais próprios, sendo essa relação mais acentuada quanto maior for a taxa de imposto cobrada pelo estado. Isto porque, quanto maior for a incidência tributária, maior a necessidade por parte das empresas em realizarem uma gestão fiscal mais eficaz. Relativamente à taxa efetiva de imposto

é determinada em função da relação entre o imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas e o resultado antes de impostos.

Kim & Sorensen (1986), Gama (2000) e Bontempi (2002), observaram uma relação negativa entre os outros benefícios fiscais (OBF) e o nível de endividamento. Isto porque, quanto maior for o valor dos custos não desembolsáveis aceites fiscalmente, menos necessidade as empresas têm de se endividar para conseguirem garantir uma gestão fiscal mais eficaz. Por outro lado, Michaelas, Chittenden & Poutziouris (1999), constataram uma relação positiva entre as duas variáveis, justificando que os OBF estavam muito relacionados com investimentos estratégicos por parte das empresas, que exigiam a contratação de novas fontes de financiamento externas. No nosso entender, julga-se que a decisão de financiamento tem em consideração o efeito fiscal possível de obter e, por isso, quanto mais elevados forem os OBF aceites pelo fisco, menor deverá ser o peso do endividamento no financiamento da atividade, porque não irá ser importante para garantir poupanças fiscais. De forma a não condicionar os resultados de investigação, opta-se por calcular o logaritmo dos OBF (Parreira, 2013) tornando os valores desta variável mais adequados à escala das restantes variáveis em estudo, que na sua grande maioria são representadas em percentagem.

Na teoria do *trade-off*, parte-se do pressuposto que o endividamento é benéfico até determinado nível em que, a partir desse ponto, o risco financeiro percecionado pelos investidores torna-se superior, aumentando o custo do capital. Esta situação, é consequência dos custos associados à eventual falência que, à medida que a probabilidade de ocorrerem aumenta, incrementam os custos das instituições de crédito e diminuem a rendibilidade criada para os proprietários. Assim, pretende-se também relacionar o nível dos custos de financiamento (CF) com o peso do passivo (Myers, 1984).

A teoria do *trade-off* defende que as empresas com maior risco associado ao resultado operacional ou ao volume de negócios, têm maior possibilidade de não cumprirem os seus compromissos e nesse sentido, terão menos capacidade para financiarem a sua atividade através de capitais alheios. Para medir o risco utiliza-se o coeficiente de variação de Pearson do volume de negócios (RN), comumente usado em trabalhos empíricos (por exemplo, Kim & Sorensen, 1986 e Gama, 2000). Os resultados de investigação são contraditórios relativamente a este tema. Kim & Sorensen (1986), Michaelas, Chittenden & Poutziouris (1999), Mutenheri & Green (2002) e Parreira (2013) apresentam uma relação positiva entre o risco e o endividamento. Porém, a maioria dos trabalhos encontram uma relação negativa (por exemplo, Chung, 1993; Cassar & Holmes 2003 e Nivorozhkin 2003). Outros trabalhos não encontraram relação entre o endividamento e o risco (Titman & Wessels, 1988; Sogorb-Mira & Garcia, 2003 e Deesomsak, Paudyal & Pescetto, 2004). Em sintonia com a maioria dos trabalhos realizados, espera-se que as empresas com maior nível de risco tenham menos endividamento.

Na grande maioria dos trabalhos de investigação (por exemplo, Cassar & Holmes, 2003; Frank & Goyal, 2003; Deesomsak, Paudyal & Pescetto, 2004; Fan, Titman & Twite, 2012 e Parreira, 2013) a dimensão (DIM) surge como um dos principais determinantes da estrutura de capitais, em virtude de que empresas maiores detêm maior capacidade para apresentarem garantias colaterais às instituições financeiras, tendo por isso, mais facilidade na negociação de endividamento junto dos investidores, tanto ao nível de montantes, prazos e taxas de juro.

Quanto maior for o valor dos ativos que podem representar garantias reais junto das instituições financeiras, maior é a capacidade de endividamento da empresa. Para se medir a capacidade dos ativos para serem garantias colaterais, é utilizado normalmente o peso dos ativos não correntes tangíveis sobre o ativo total (ANC), uma vez que representam usualmente a componente de maior valor do património das empresas (Gama, 2000 e Parreira, 2013). Assim, a maioria dos estudos analisados, nomeadamente, Chung (1993), Michaelas, Chittenden & Poutziouris (1999), Bontempi (2002), Pittman (2002), Cassar & Holmes (2003), Frank & Goyal (2003), Sogorb-Mira (2005), Fan, Titman & Twite (2012) e Parreira (2013), verificaram existir uma relação positiva entre o peso dos ativos tangíveis e o rácio de endividamento. Em sentido contrário, apenas o estudo de Nivorozhkin (2003) observou uma relação negativa entre o peso dos ativos não correntes tangíveis e o nível de endividamento. Deste modo, espera-se que quanto maior for o valor dos ativos que possam funcionar como garantias colaterais, maior tenderá a ser o nível de endividamento.

Vários investigadores (por exemplo, Ang 1991) defendem que a reputação (REP) é uma variável importante para diminuir os conflitos associados à teoria da agência, uma vez que nas empresas com uma melhor imagem no mercado, os gestores tendem a ter mais cuidado com as decisões que tomam, inclusivamente sobre as relacionadas com o financiamento da atividade. Assim, tendem a escolher projetos mais seguros a fim, de preservarem a reputação da empresa, tendo maior poder de negociação junto dos credores. Para medir a

reputação e de acordo com os procedimentos de vários trabalhos de investigação (Ang, 1991; Gama, 2000 e Parreira, 2013) usa-se o número de anos das instituições, visto que a longevidade das organizações pode ser um indicador do seu bom desempenho ao longo do tempo.

De acordo com a teoria da agência, a maior disponibilidade de fluxos de caixa provenientes do negócio (FC) poderá colocar menos pressão sobre a atividade dos gestores, levando-os a não terem tanto cuidado na tomada de decisão e, em simultâneo, a agirem em proveito próprio em prol dos interesses dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976). Nesse sentido, os proprietários optam pelo financiamento da atividade através de endividamento, de modo a introduzir mais risco e menor segurança no emprego relativamente aos gestores, obrigando-os a tomarem as melhores decisões para garantirem o crescimento da empresa, os seus prémios e a remuneração para os detentores do capital (Jensen & Meckling, 1976). Assim, espera-se que as instituições que apresentam maiores montantes de fluxos de caixa sejam aquelas que possuam igualmente maior montante de endividamento.

3.3.2 AS TEORIAS DA ASSIMETRIA DA INFORMAÇÃO E DA HIERARQUIZAÇÃO DAS FONTES DE FINANCIAMENTO

Ao nível da assimetria de informação a relação entre a rendibilidade e o endividamento tende a ser positiva, porque a utilização de capital alheio representa um sinal de confiança para o mercado sobre as expectativas futuras da atividade (Ross, 1977). No que diz respeito, à hierarquização das fontes de financiamento os investigadores têm observado que as empresas com maior capacidade para gerarem rendibilidade, detêm maior autofinanciamento, não recorrendo tanto ao endividamento. Assim, preferem utilizar os recursos próprios em prol de capital alheio, protegendo mais a informação sobre o negócio face a investidores externos (Myers, 1984). A rendibilidade (REND) vai ser avaliada tendo em conta o rácio do ROI calculado da forma tradicionalmente utilizada nos trabalhos de investigação (por exemplo, Arias, Martinez & Garcia, 2000; Bougateg & Chichti, 2010; Parreira, 2013 e Teixeira, 2013). Embora tenha-se encontrado um trabalho que evidenciou a existência de relação positiva entre a rendibilidade e o endividamento (Pittman, 2002), a maioria dos estudos analisados sustenta uma relação negativa entre a rendibilidade e o nível do endividamento. Temos como exemplo os trabalhos de Kim & Sorensen (1986), Baskin (1989), Chung (1993), Michaelas, Chittenden & Poutziouris (1999), Booth *et al.* (2001), Brailsford, Oliver & Pua (2002), Cassar & Holmes (2003), Frank & Goyal (2003), Nivorozhkin (2003), Sogorg – Mira & Garcia (2005) e Parreira (2013). Assim, pretende-se evidenciar que quanto maior for a rendibilidade, menor é o nível de endividamento.

O crescimento (CRESC) da atividade incrementa o investimento necessário, o que implica a obtenção de novas fontes de financiamento. Como tal, se os fundos internos não forem em montante suficiente para cobrir as novas necessidades financeiras, as empresas são obrigadas a negociar fontes de financiamento assentes no capital alheio. Nesse sentido, torna-se possível testar a teoria da hierarquização das fontes de financiamento (Baskin, 1989). Normalmente, os trabalhos de investigação analisam a relação entre o endividamento e o crescimento, considerando a taxa de crescimento do ativo (Gama, 2000 e Simões, 2002). Nos estudos de Baskin (1989), Michaelas, Chittenden & Poutziouris (1999), Gama (2000), Cassar & Holmes (2003) e Fan, Titman & Twite (2012), verificou-se existir uma relação positiva entre o endividamento e o crescimento. Contudo, noutros estudos analisados (por exemplo, Chung, 1993), observaram-se resultados contraditórios. Neste trabalho de investigação julga-se que, face ao crescimento da atividade do sistema financeiro angolano, o endividamento aumentou devido às maiores necessidades financeiras provocadas no âmbito do ciclo de exploração.

3.3.3 TEORIA DO POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO

Vários investigadores na área das instituições financeiras com atividade em mercados emergentes (como é o caso de Angola), chamam a atenção para a importância do valor das operações financeiras realizadas como forma de se identificar o posicionamento estratégico das organizações junto do mercado (Teixeira & Rodrigues, 2013). Ou seja, se o valor médio das operações financeiras (EMP) tende a ser menor, significa que as instituições têm como público preferencial os clientes de menor dimensão com mais risco associado, uma vez que não apresentam garantias colaterais nem capacidade para pagar taxas de juro elevadas. Assim, tendencialmente a rendibilidade é menor, o que provoca uma maior necessidade na obtenção de endividamento para financiar a atividade. Assim, espera-se que as instituições financeiras com valor médio de empréstimo inferior tenham níveis de endividamento maiores (Daltro, 2010; Omri & Chkoundali, 2011; Borba, 2012).

Balakrishnan & Fox (1993), observaram uma relação negativa entre os ativos intangíveis (AI) e o nível de endividamento, justificando tal, com a sua especificidade e as suas características singulares, tornando-se difíceis de serem utilizados noutras atividades e de servirem como garantias colaterais para os credores. Em alternativa à fórmula que se pretende utilizar, alguns investigadores (por exemplo, Simões, 2002) propõem a utilização do investimento em investigação e desenvolvimento sobre o ativo. Contudo, derivado à gestão fiscal, muitas vezes as organizações optam por registar o custo da investigação e desenvolvimento em custos correntes do exercício e não nos ativos não correntes, dificultando a sua identificação nas demonstrações financeiras. Assim, opta-se por trabalhar com o peso dos ativos intangíveis no ativo total, procedimento igualmente utilizado por vários investigadores (por exemplo, Parreira, 2013). A maioria dos trabalhos estudados (Titman & Wessels, 1988; Alonso, 2000; Manos, Green & Murinde, 2001) determinaram que a especificidade dos ativos detém uma relação negativa com o nível de endividamento. Apenas o estudo de Myers (1977) encontrou uma relação positiva entre estas variáveis. Assim, neste trabalho de investigação pretende-se evidenciar que quanto maior for a especificidade dos ativos, menor o nível de endividamento.

3.3.4. Variáveis dependentes representativas do nível de endividamento

A variável dependente, relativa ao endividamento total, vai proporcionar o estudo da relação entre o nível de endividamento e os vários determinantes da estrutura financeira que se pretendem estudar. No que diz respeito, às variáveis dependentes relativas ao endividamento de médio e longo prazo e de curto prazo, pretendem aferir eventuais relações significativas entre os determinantes referidos e a maturidade das fontes de financiamento, permitindo uma análise mais detalhada sobre a estrutura de capitais das instituições financeiras angolanas. Vários trabalhos de investigação utilizaram estas variáveis dependentes. Por exemplo, Manos *et al.* (2001), Booth *et al.* (2001), Fama & French (2005), e Couto & Ferreira (2010).

$$\begin{aligned} \text{Endividamento total (ET)} &= \text{Passivo} / \text{Ativo Líquido} \\ \text{Endividamento de médio e longo prazo (EMLP)} &= \text{Passivo MLP} / \text{Ativo líquido} \\ \text{Endividamento de curto prazo} &= \text{Passivo curto prazo} / \text{Ativo líquido} \end{aligned}$$

3.4. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

Para Freixo (2010: 177) “A fase metodológica inclui todos os elementos que ajudam a conferir à investigação um caminho ou direção”. Assim, tendo em consideração que o objetivo principal deste trabalho de investigação é o estudo dos determinantes da estrutura de capitais do setor bancário angolano e que, este sofreu um crescimento exponencial durante os últimos anos e é constituído por 23 instituições com características e dimensões bastante diferentes, optou-se pela seguinte metodologia de investigação:

- O período em análise corresponde a 5 anos, incluindo os exercícios económicos de 2007 a 2011. Tal período de tempo é anterior ao impacto da crise dos preços do petróleo, o que permite estudar o desenvolvimento da atividade bancária numa economia emergente sem o impacto de um fenómeno extraordinário que condicionou as diversas economias mundiais. Para além disso, pretende-se com o estudo de 5 exercícios económicos, evitar eventuais distorções pontuais nas demonstrações financeiras provocadas pelo elevado crescimento da atividade destas empresas nos anos analisados;
- Face à dificuldade na obtenção dos dados em várias empresas para o período analisado (algumas foram criadas recentemente, não possuindo dados para os anos analisados e, outras, não disponibilizaram a informação necessária) usa-se a metodologia de estudo de caso, incidindo sobre 9 empresas.

Smith (2003) refere que a metodologia de estudo de caso restringe-se a uma unidade de análise exclusiva, o que muitas vezes, não permite extrapolar os resultados para a realidade que se pretende estudar. Contudo, e tal como Yin (2009) defende, a metodologia de estudo de caso pode ser muito rica, pela análise pormenorizada e pela triangulação de informação da unidade que se está a estudar, podendo abrir caminhos para se encontrarem as respostas às questões que se pretendem evidenciar empiricamente.

Ora, ao analisarem-se os relatórios e contas de diferentes anos e de instituições financeiras de características tão diversas (apresentadas no ponto seguinte do trabalho) julga-se que se irá obter uma visão bastante detalhada sobre os determinantes da estrutura de capitais do setor bancário angolano, deixando sugestões para a realização de trabalhos futuros que permitam evidenciar empiricamente os resultados do atual estudo.

3.4.1. CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA ESTUDADA

Tal como anteriormente referido, a amostra irá ser constituída por 9 instituições financeiras que atuam no mercado angolano, representando 39,13 % dos bancos presentes no país. Para além disso, destaca-se que nessas unidades de análise constam as duas maiores instituições financeiras do país, nomeadamente o Banco de Poupança e Crédito e o Banco Espírito Santo Angola. Na amostra selecionada, pretendeu-se garantir um conjunto de instituições com características diferentes que pudessem representar o setor bancário angolano nas suas várias perspetivas. De seguida, apresenta-se um quadro com as instituições financeiras que constituem a amostra e com algumas informações adicionais sobre o seu perfil.

Quadro 7: Instituições financeiras que constituem a amostra (dados de 2011)

Banco	Volume de Negócios	Crescimento 2007 - 2011	Capital Social	Idade	Número de colaboradores	Número de Agências	Número de Clientes	Tipo de Proprietários
Banco de Poupança e Crédito	81.768.554	194%	31.761.690	35	4.029	265	1.313.910	Estado Angolano
Banco de Fomento Angola	40.588.237	94%	3.522.996	18	2.172	158	902.614	Grupo Português
Banco Africano de Investimentos	50.182.990	171%	14.786.705	14	1.526	106	414.481	Privado Angolano
Banco Sol	9.203.697	213%	1.377.573	10	905	97	333.999	Privado Angolano
Banco Espírito Santo Angola	89.150.617	322%	14.564.797	9	562	34	45.097	Grupo Português
Banco Regional do Keve	4.091.642	160%	4.000.000	8	303	32	53.133	Privado Angolano
Banco Internacional de Crédito	36.871.486	141%	2.414.511	6	469	167	663.000	Privado Angolano
Banco Millennium Angola	12.161.306	241%	4.907.769	5	893	66	190.793	Grupo Português
Banco de Negócios Internacional	9.154.317	316%	6.039.104	5	468	44	63.493	Privado Angolano

Ao observar o quadro anterior, verifica-se que as 9 instituições financeiras selecionadas são bastante heterogéneas entre si, tanto ao nível da dimensão, das taxas de crescimento da atividade, do tipo de proprietários, como ao nível no posicionamento estratégico adotado, havendo bancos que tentam abranger a globalidade do mercado e outros que se focam em determinados segmentos (para evidenciar melhor esta afirmação basta observarem-se as diferenças relativamente ao número de agências e de clientes de cada instituição).

Deste modo, é nosso entender que a amostra é representativa da realidade do setor bancário angolano, podendo assim, contribuir para o estudo dos determinantes da estrutura de capitais destas empresas.

3.4.2. TÉCNICAS ESTATÍSTICAS A UTILIZAR

Face à amostra a estudar ser constituída apenas por 9 instituições financeiras, usam-se as seguintes técnicas estatísticas:

- Estatísticas descritivas de cada banco relativamente aos anos analisados, fazendo uma análise comparativa entre os diferentes estudos de caso;
- Coeficiente de correlação de Pearson onde se pretende averiguar eventuais relações entre os determinantes estudados e o nível de endividamento total, de médio e longo prazo e de curto prazo;

- Análise de clusters de modo a constituir grupos de empresas com perfis diferentes, de acordo com as suas características ao nível dos determinantes estudados;
- Análise de diferenças de médias, através do teste não paramétrico Kruskal-Wallis, a fim de verificar as características mais diferenciadoras dos perfis de empresas definidos e se apresentam níveis de endividamento (total, de médio e longo prazo e de curto prazo) diferentes.

4. EVIDÊNCIAS SOBRE AS TEORIAS DA ESTRUTURA DE CAPITAIS NO SETOR BANCÁRIO EM ANGOLA

4.1. AS ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DOS DETERMINANTES ESTUDADOS

Em primeiro lugar foi realizada a análise das médias dos determinantes estudados sobre a estrutura financeira das instituições bancárias angolanas, em relação ao período de tempo definido (de 2007 a 2011). Assim, de seguida apresentam-se diversos quadros que nos permitem evidenciar os valores observados em cada banco, no que diz respeito ao impacto na estrutura financeira de cada teoria abordada, bem como, as médias de endividamento total, de médio e longo prazo e de curto prazo, relativamente a cada uma das instituições financeiras analisadas.

4.1.1 O EFEITO DE ALAVANCA FINANCEIRO DE MODIGLIANI E MILLER E A TEORIA DO TRADE-OFF

De seguida apresentam-se as médias relativas às variáveis estudadas no âmbito do efeito de alavanca financeiro de Modigliani e Miller e da teoria do *trade-off*.

Quadro 8: Médias do efeito de alavanca financeiro e da teoria do trade-off

BANCO	EAF	Efeito Fiscal			Custos de Falência				Custos de Agência	
		TEI	OBF	OBF (%VN)	CF	RN	VN (DIM)	ANC	REP	FC
BPC	-1,47%	11,83%	17.980.830	22%	3,84%	50,76%	50.991.905	4,52%	35	57.004.838
BFA	0,48%	9,32%	3.891.182	9%	3,44%	37,01%	40.293.025	2,52%	18	25.562.760
BAI	0,85%	12,36%	9.718.302	20%	1,75%	53,68%	33.623.943	2,66%	14	41.338.869
SOL	-3,01%	11,20%	1.704.778	18%	4,89%	40,76%	8.400.452	2,62%	10	3.001.384
BESA	-0,43%	1,16%	969.331	1%	4,31%	71,22%	44.151.886	3,21%	9	25.099.309
KEVE	0,09%	17,30%	688.704	18%	2,64%	43,84%	2.551.803	5,29%	8	8.321.904
BIC	0,15%	13,16%	3.823.506	11%	3,46%	30,25%	28.515.964	1,81%	6	nd
BMA	-0,16%	10,15%	1.579.622	13%	2,32%	63,52%	7.322.979	6,23%	5	5.564.767
BNI	-0,44%	4,25%	1.117.585	11%	3,56%	48,86%	6.105.043	4,96%	5	nd

Relativamente ao efeito de Modigliani & Miller, verifica-se que a maioria das instituições financeiras analisadas (5) não consegue apresentar uma rentabilidade do ativo superior ao custo do endividamento, o que, de acordo com os autores, levaria as empresas a financiarem o investimento, sobretudo através de capitais próprios, de forma a otimizar a rentabilidade dos proprietários. Contudo, tal como anteriormente foi referido as empresas optaram claramente pelo endividamento para sustentarem o crescimento da atividade. Assim, o efeito de alavanca financeiro não deverá ser uma variável determinante para a escolha da estrutura de capitais do setor bancário angolano.

Quanto à importância do efeito fiscal, observa-se que a taxa efetiva de imposto situa-se entre os 17% e 1%, tendo na generalidade das instituições financeiras um valor entre 10% e 12%, o que é significativamente inferior à taxa de IRC angolana que é de 35%. Assim, julga-se que o efeito fiscal poderá ser um determinante do nível de endividamento do setor bancário de Angola, uma vez que os custos financeiros contribuem para diminuir a taxa efetiva de imposto a pagar. Ao nível da importância dos outros benefícios fiscais (amortizações e depreciações, imparidades e provisões) verifica-se que as empresas com taxas efetivas de impostos mais

baixas não são aquelas que possuem um maior peso dos OBF face ao volume de negócios, o que significa que esta não é uma variável considerada pela gestão para obter uma maior poupança fiscal e, por isso mesmo, não deverá apresentar uma relação forte com o nível de endividamento.

Relativamente aos custos de falência, verifica-se que os custos de financiamento, têm o valor mínimo de 1,75% e que o máximo não atinge o valor de 5%. Para além disso, constata-se que das 5 maiores empresas em termos de volume de negócios, 4 (BPC, BFA, BESA e BIC) apresentam alguns dos maiores custos financeiros (apenas o banco SOL é a exceção, uma vez que apresenta o custo financeiro mais alto e é uma das empresas de menor dimensão). Como tal, julga-se que as variáveis custo financeiro e dimensão poderão apresentar uma relação positiva com o endividamento, pois possivelmente, o crescimento exigiu maior endividamento e, logicamente maiores custos financeiros. Em simultâneo, verifica-se que a variação do volume de negócios foi elevada ao longo dos anos em análise, uma vez que o coeficiente de variação de Pearson apresenta variações entre os 30% e os 71%, o que demonstra o crescimento ocorrido no setor e a necessidade de contrair novos endividamentos. Quanto ao peso dos ativos não correntes tangíveis no total do ativo, verifica-se que é reduzido e que, é maior sobretudo nos bancos de menor dimensão (BMA, KEVE e BNI) o que poderá significar que não é uma variável importante para a explicação dos níveis de endividamento, uma vez que este, eventualmente está dependente preferencialmente dos níveis de créditos concedidos aos clientes, que incrementam as necessidades financeiras da atividade.

No que diz respeito aos custos de agência e mais concretamente à idade e aos fluxos de caixa operacionais, que tentam refletir o impacto dos custos de agência na escolha da estrutura de capitais, verifica-se que as empresas com maior número de anos de existência (só o banco SOL é exceção) são aquelas que apresentam também maior capacidade para gerarem fluxos de caixa na sua atividade, o que poderá querer dizer que essas variáveis detêm uma relação negativa face ao nível de endividamento. Isto porque, as empresas com maior capacidade de autofinanciamento, recorrem menos ao capital alheio para financiar os investimentos necessários.

4.1.2 AS TEORIAS DA ASSIMETRIA DA INFORMAÇÃO E DA HIERARQUIZAÇÃO DAS FONTES DE FINANCIAMENTO

Ao contrário da rendibilidade dos capitais próprios, a rendibilidade do ativo é bastante reduzida o que reflete o investimento associado ao elevado crescimento que o setor registou ao longo dos anos. Por isso, verifica-se que os valores do ROI da amostra se situam, genericamente, entre os 2% e os 4%, enquanto o crescimento entre 2007 e 2011, varia entre os 30% e os 64%. Tais registos, apenas vêm justificar o aumento dos níveis de endividamento destas empresas, como forma de cobrirem as necessidades financeiras decorrentes da atividade.

Quadro 9: Médias relativas às variáveis sobre a assimetria de informação e a hierarquização das fontes de financiamento

BANCO	REND	CRESC
BPC	2,38%	38,58%
BFA	3,92%	28,76%
BAI	2,46%	47,20%
SOL	1,44%	46,45%
BESA	4,17%	53,17%
KEVE	2,74%	40,83%
BIC	3,60%	35,43%
BMA	2,16%	63,74%
BNI	3,12%	41,80%

4.1.3 A TEORIA DO POSICIONAMENTO ESTRATÉGICO

Ao observar os valores médios de empréstimo por cliente, verifica-se que existem bancos com diferentes posicionamentos estratégicos no mercado. Os bancos BPC, BFA e SOL apresentam valores muito reduzidos, o que significa que as operações financeiras têm como público-alvo pessoas e entidades com menores garantias colaterais, normalmente associadas à base da população e aos negócios mais informais; já os bancos KEVE, BIC e BMA encontram-se num nível intermédio, realizando operações financeiras de maior dimensão face às

instituições financeiras anteriores; finalmente, os bancos BAI, BESA e BNI procuram servir os clientes mais rentáveis, com operações de maior valor e com maior capacidade para obterem economias de escala. Assim, esta variável poderá ser importante para explicar os níveis de endividamento, porque é esperado que as empresas que tenham como público-alvo a base da população e os negócios informais, enfrentem maiores dificuldades para rentabilizar as operações que realizam, seja pela menor escala ou pela dificuldade em cobrar taxas de juro tão elevadas como os seus concorrentes, vendo-se obrigadas a contrair mais endividamento para suprimir as necessidades financeiras decorrentes da sua atividade.

Os ativos intangíveis têm um peso insignificante no volume de investimentos das instituições financeiras que constituem a amostra. Logo, julga-se que esta variável não deverá ser relevante para explicar a estrutura de capitais do setor bancário de Angola.

Quadro 10: Médias relativas às variáveis sobre o posicionamento estratégico

BANCO	VALOR EMPRÉSTIMO POR CLIENTE (EMP)	AI
BPC	250,89	0,16%
BFA	251,45	0,02%
BAI	1.155,88	0,28%
SOL	123,21	0,80%
BESA	7.490,21	0,21%
KEVE	652,54	0,71%
BIC	392,88	0,04%
BMA	967,05	1,20%
BNI	4.568,68	0,28%

4.1.4 NÍVEIS DE ENDIVIDAMENTO

Os níveis de endividamento das empresas que constituem a amostra variam entre os 87% e os 94%, o que demonstra bem o impacto do crescimento na atividade, através do incremento progressivo das necessidades financeiras. Para além disso, verifica-se que, com exceção do BESA e do BPC, as restantes instituições financeiras não apresentam praticamente passivos de médio e longo prazo nas demonstrações financeiras, o que limita as conclusões sobre os determinantes desta variável.

Quadro 11: Médias do peso do endividamento no financiamento do ativo

BANCO	Peso do passivo	Peso do passivo MLP	Peso do passivo CP
BPC	90,66%	11,17%	79,49%
BFA	90,16%	1,10%	89,06%
BAI	92,15%	4,25%	87,89%
SOL	93,91%	0,62%	93,29%
BESA	93,07%	43,42%	49,65%
KEVE	83,24%	0,75%	82,49%
BIC	90,25%	0,59%	89,66%
BMA	86,58%	0,39%	86,18%
BNI	88,58%	0,03%	88,54%

4.2. RELAÇÕES OBSERVADAS ENTRE OS DETERMINANTES ESTUDADOS E O NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO

Face à impossibilidade de realização de regressões multivariadas, em virtude da dimensão reduzida da amostra, optou-se pelo cálculo dos coeficientes de correlação de Pearson entre as variáveis dependentes e os diversos

determinantes estudados. Neste sentido considera-se a existência de correlação significativa entre as variáveis dependentes e os determinantes, cujos coeficientes apresentam valores entre 0,5 e 1 (positivo ou negativo).

No que diz respeito, ao efeito de alavanca financeiro não se conseguiu evidenciar uma relação relevante face às variáveis dependentes. Porém, de notar que o sinal do coeficiente foi sempre negativo, o que sugere que quanto maior é o efeito de alavanca financeiro, menor é o endividamento. Logo, a decisão de financiamento não tem em consideração a rentabilidade dos capitais próprios.

Quanto ao efeito fiscal, verifica-se uma relação mais forte da TEI relativamente ao PMLP (negativa) e ao PCP (positiva). Ou seja, quanto maior é a TEI, menor é o PMLP e maior é o PCP. Isto poderá significar uma negociação constante de dívida de curto prazo para fazer face às necessidades financeiras e obterem-se poupanças fiscais, devido à maior dificuldade na obtenção de créditos com maturidades mais alargadas. Os OBF não apresentam relação com o nível de endividamento.

Em relação às variáveis que pretenderam medir o impacto dos custos de falência, o nível de custos financeiros apresenta uma relação positiva com o endividamento. Logo, as empresas que recorrem mais a capital alheio aparentemente são penalizadas pelo seu maior risco financeiro. O risco do negócio também é relevante para explicar o endividamento, apresentando uma relação positiva com o PMLP e negativa com o PCP, o que poderá sugerir que as empresas com maior risco tentam negociar fontes de financiamento com maior maturidade para não terem tanta pressão sobre a tesouraria. A variável dimensão também apresenta uma relação positiva com o nível de capital alheio, demonstrando que as empresas de maior dimensão têm maior facilidade na obtenção de créditos junto de outras entidades que financiam a sua atividade. Quanto ao peso dos ativos não correntes tangíveis também apresenta uma relação relevante mas negativa face ao endividamento, o que demonstra que são os ativos de curto prazo decorrentes da atividade normal (por exemplo créditos concedidos a clientes) que condicionam a necessidade de obtenção de capitais alheios. Das restantes variáveis estudadas no âmbito da teoria dos custos de agência (reputação e fluxos de caixa) não se constataram relações significativas com o nível de endividamento.

Quadro 12: Coeficientes de correlação de Pearson relativos à Teoria *Trade-Off*

	EAF	TEI	OBF	CF	RN	DIM	ANC	REP	FC
Passivo	-0,39159	-0,44386	0,325771	0,531036	0,075423	0,67267	-0,7167	0,24771	-0,13381
PMLP	-0,04069	-0,64509	-0,28063	0,361458	0,677743	0,426099	-0,12195	0,108275	0,331444
PCP	-0,05576	0,582438	0,385378	-0,25452	-0,71137	-0,28816	-0,05089	-0,05369	-0,39252

Quanto às teorias da assimetria de informação, da hierarquização das fontes de financiamento e do posicionamento estratégico, constata-se que apenas a rentabilidade (REND) e o valor de empréstimos por cliente (EMP) apresentam uma relação relevante e negativa face ao endividamento de curto prazo. Isto demonstra que as empresas com maior capacidade de autofinanciamento recorrem menos a capital alheio, o que parece confirmar os princípios da teoria da hierarquização das fontes de financiamento, e que as empresas com um posicionamento estratégico mais próximo dos clientes de maior dimensão apresentam maior capacidade para obterem créditos com maior maturidade.

Quadro 13: Coeficientes de correlação de Pearson relativos às restantes teorias estudadas

	REND	CRESC	EMP	AI
Passivo	0,023498	-0,02403	-0,09329	-0,39541
PMLP	0,480227	0,290512	0,464314	-0,26545
PCP	-0,51167	-0,31926	-0,52423	0,185537

Em conclusão, pode-se sugerir que as variáveis que mais condicionam a estrutura de capitais do setor bancário angolano são a taxa efetiva de imposto (TEI), o nível de custos financeiros (CF), o risco do negócio (RN), a dimensão (DIM), o peso dos ativos não correntes tangíveis (ANC), a rentabilidade (REND) e o valor de empréstimos por cliente (EMP), confirmando-se nessas variáveis as tendências previstas nas relações inicialmente elaboradas. As variáveis TEI, RN e ANC, embora com relações relevantes com os níveis de endividamento, apresentam resultados que não permitem validar as relações que inicialmente nos propusemos investigar. Por último, de salientar que apesar do crescimento do setor ser muito elevado, não se conseguiu

evidenciar uma relação estatística com o nível de endividamento, devendo tal, ficar a dever-se à grande dispersão das taxas de crescimento das diferentes instituições financeiras estudadas.

4.3. PERFIS DE BANCOS FACE AOS DETERMINANTES ESTUDADOS

De forma a identificar perfis dos bancos relativamente às suas características face aos determinantes estudados, realizou-se a análise de clusters, utilizando os diversos procedimentos referidos por Reis (2001), de modo a garantir a fiabilidade das soluções encontradas:

- Seleção da medida de proximidade para averiguar a semelhança ou dissemelhança entre as empresas;
- Utilização de diferentes métodos hierárquicos para o agrupamento das empresas e comparação dos seus resultados;
- Análise dos dendrogramas e coeficientes de fusão em cada um dos métodos hierárquicos utilizados.

No nosso trabalho, não existiam quaisquer hipóteses formalizadas sobre os diferentes perfis a determinar no setor bancário angolano, sendo por isso um estudo exploratório. Assim, efetua-se a análise de clusters, utilizando a informação disponível sobre os determinantes estudados e sobre os níveis de endividamento das diferentes instituições financeiras, não existindo qualquer seleção prévia de variáveis (Reis, 2000).

Em simultâneo, e tendo ainda em consideração os conselhos de Reis (2001), estandardizaram-se as variáveis, de modo a apresentarem todas a mesma unidade de medida e, na formação dos agrupamentos, não foi considerada a variável fluxos de caixa, visto que haviam duas instituições financeiras que não apresentavam quaisquer valores sobre esse determinante.

Quanto à medida de proximidade a ter como referência, existem várias, no entanto, de acordo com Reis (2000) normalmente são apenas utilizadas as duas versões da distância Euclideana (distância Euclideana ao quadrado e distância Euclideana). Neste trabalho, utilizou-se a distância Euclideana ao quadrado, que é a que surge por defeito no SPSS. Quanto aos métodos hierárquicos, foram utilizados 2 dos mais referidos pela bibliografia, que se podem definir da seguinte forma (Reis, 2001):

- Ward: tem por base a informação perdida no agrupamento dos elementos que é medida através da soma dos quadrados dos desvios das observações individuais face às médias dos grupos;
- Complete linkage ou critério do vizinho mais afastado: a distância entre dois grupos é definida como sendo a distância entre os seus elementos menos semelhantes.

Após a realização dos dois métodos, obteve-se 2 soluções possíveis, existindo apenas uma empresa que não se situava no mesmo agrupamento consoante o método hierárquico utilizado. Face ao conhecimento adquirido sobre as instituições financeiras estudadas, optou-se pela utilização da solução encontrada através do método Ward. Assim, encontraram-se 4 perfis que passamos a caracterizar:

- **Perfil 1** (engloba o BPC e o Sol): inclui dois dos bancos mais antigos, que revelaram crescimentos menos acelerados e com menos oscilações; são as empresas que servem sobretudo a base da população, apresentam menos rentabilidade e, por isso, são o 2º grupo mais endividado; para além disso, são o 2º grupo com pior gestão fiscal e com maior peso dos ativos não correntes (tangíveis e intangíveis);
- **Perfil 2** (engloba o BFA, o BAI e o BIC): inclui o 2º grupo de bancos mais antigos, sendo este o agrupamento que teve em média o crescimento mais baixo e com menos oscilações; são o 2º grupo com melhor rentabilidade e o que apresenta um nível de custos financeiros inferior, tendo por isso o efeito de alavanca financeiro mais alto; em termos de dimensão, são o 2º agrupamento com maiores bancos e realizam operações financeiras de valor médio superior por cliente, o que poderá explicar o facto de serem um dos 2 grupos com menos endividamento; finalmente apresentam a taxa efetiva de impostos mais alta e o menor peso dos ativos não correntes na atividade;
- **Perfil 3** (engloba apenas o BESA): sendo um banco mais recente no mercado angolano, é uma das instituições financeiras maiores em termos de volume de negócios e que registou um crescimento exponencial, que se reflete num maior nível de endividamento e de custos financeiros (é o grupo com resultados superiores nestas 2 variáveis); consegue aliar a esse facto, uma rentabilidade elevada face aos restantes membros da amostra, que deverá estar associada às operações financeiras de maior valor que realiza junto de clientes Premium; tem a melhor gestão fiscal (TEI mais pequena dos diferentes agrupamentos) e os ativos não correntes têm pouco peso na atividade;
- **Perfil 4** (engloba o KEVE, o BMA e o BNI): são os bancos mais jovens e por isso, os que apresentam em termos médios a dimensão mais reduzida, o menor nível de endividamento e de custos financeiros; apresentam um ritmo de crescimento volátil e acelerado e, embora se foquem na realização de

operações de maiores montantes, a sua rentabilidade é das mais baixas; a taxa efetiva de imposto é a segunda mais baixa e é o grupo onde os ativos não correntes têm maior peso na atividade, o que deverá ficar a dever-se ao facto de, face à sua juventude, ainda não terem tantos créditos concedidos, relativamente aos concorrentes de outros agrupamentos.

De seguida, apresentam-se as médias das características estudadas em cada um dos agrupamentos formados.

Quadro 14: Médias das características de cada perfil

Variáveis	Perfil 1	Perfil 2	Perfil 3	Perfil 4
EAF	-2,24%	0,49%	-0,42%	-0,17%
TEI	11,52%	11,61%	1,16%	10,56%
OBF	6,68%	6,67%	5,67%	5,93%
CF	4,36%	2,89%	4,31%	2,84%
RN	45,76%	40,31%	71,22%	52,08%
DIM	7,27	7,49	7,53	6,63
ANC	3,57%	2,33%	3,21%	5,49%
REP	22,50	12,67	9	6
REND	1,91%	3,33%	4,17%	2,67%
CRESC	42,51%	37,13%	53,17%	48,79%
EMP	1,87	2,79	3,80	3,00
AI	0,48%	0,11%	0,21%	0,73%
% PASSIVO	92,29%	90,85%	93,07%	86,13%
% PMLP	5,89%	1,98%	43,42%	0,39%
% PCP	86,39%	88,87%	49,65%	85,74%

Através do teste Kruskal-Wallis, foram identificadas as diferenças mais importantes entre os grupos, relativamente às características estudadas. Nesse sentido, verificou-se que existiam valores significativamente distintos nas variáveis EAF (Chi-square = 7,044 e nível de significância = 0,011), OBF (Chi-square = 6,400 e nível de significância = 0,039), ANC (Chi-square = 6,511 e nível de significância = 0,029), EMP (Chi-square = 6,689 e nível de significância = 0,018) e Peso do Passivo (Chi-square = 6,511 e nível de significância = 0,029).

Deste modo, e tendo em consideração as características de cada grupo e as variáveis que revelaram diferenças mais relevantes, atribui-se uma classificação aos vários agrupamentos, a fim de se distinguir melhor os vários tipos de instituições financeiras que se podem encontrar no setor bancário angolano.

Aos bancos que constituem o **perfil 1** (BPC e SOL), atribui-se a designação de “**Os Populares**”, uma vez que apresentam uma oferta mais vocacionada para a base da população e para os negócios de caráter mais informal, tendo uma rentabilidade mais baixa; aos bancos incluídos no **perfil 2** (BFA, BAI e BIC), designam-se por “**Os Rentáveis**”, porque são o grupo com o ritmo de crescimento menos acelerado, beneficiando com esse facto, o nível da rentabilidade da atividade, do custo financeiro dos recursos monetários adquiridos (é o grupo com os custos inferiores) e como consequência, através do efeito de alavanca financeiro, a remuneração dos proprietários; ao **perfil 3** composto apenas pelo banco BESA denomina-se por “**O Campeão**” porque é uma instituição financeira que cresceu exponencialmente, conseguindo em simultâneo posicionar-se junto dos clientes que contratam operações financeiras de maior montantes e por isso, mais fáceis de rentabilizar, o que se repercute no nível de rentabilidade que é um dos melhores (não é o primeiro classificado neste critério apenas porque o crescimento elevado que sofreu incrementou muito o endividamento e os custos financeiros); finalmente, o **perfil 4** inclui bancos (KEVE, BMA e BNI) que se dedicam também a clientes com maiores níveis de rendimentos mas que, por via da sua menor dimensão apostam numa estratégia de mercado com um âmbito menor que o BESA, optando-se assim, por designá-los por “**Os Especialistas**”.

5. CONCLUSÕES

Este trabalho teve como objetivo estudar os determinantes da estrutura de capitais no setor bancário angolano. Para tal, começou-se por abordar as diferentes teorias desenvolvidas ao longo dos anos, tendo oportunidade de identificar diferentes perspetivas sobre o tema, destacando-se as três teorias principais que incidem sobre o *trade-off* entre capitais próprios e endividamento de forma a obter-se uma estrutura financeira ótima, sobre a assimetria de informação e hierarquização das fontes de financiamento que defendem que os decisores preferem utilizar fontes de financiamento internas (como o autofinanciamento), de modo a não darem qualquer informação estratégica para o exterior e, finalmente, sobre o posicionamento estratégico que refere que a decisão de financiamento está associada à especificidade das empresas, dos negócios e dos recursos que utilizam.

De seguida, caracterizou-se o setor bancário angolano, tendo-se verificado que sofreu um crescimento exponencial (aproximadamente de 137% de 2008 a 2011). Esta evolução fez com que as necessidades financeiras incrementassem o nível de endividamento destas empresas e, por outro lado, existisse um incremento da rentabilidade dos capitais próprios.

Quanto às relações encontradas entre os determinantes estudados e o nível de endividamento, verificou-se que este era condicionado positivamente pelos custos financeiros e pela dimensão, o que significava que os créditos obtidos estão associados à maior capacidade de se obterem garantias colaterais (maior dimensão) e a um maior custo financeiro cobrado pelos credores, decorrente de um maior nível de risco percecionado. Em simultâneo, observou-se que existia uma relação negativa com os ativos não correntes tangíveis, o que estava associado às necessidades financeiras originadas pelos créditos concedidos que obrigavam à negociação de maior endividamento. Já o passivo de médio e longo prazo era condicionado sobretudo pela taxa efetiva de imposto (relação negativa) e pelo risco do negócio (relação positiva), o que poderá sugerir, no primeiro caso, a negociação constante de passivos de curto prazo para a obtenção de poupanças fiscais e, no segundo, a uma tentativa por parte das empresas com maior risco em negociarem fontes de financiamento com maior maturidade para não terem tanta pressão sobre a tesouraria. Finalmente, o passivo de curto prazo, apresentou uma relação positiva com a taxa efetiva de imposto e relações negativas com o risco do negócio, com a rentabilidade e com o valor de empréstimo por cliente. Então, os resultados parecem sugerir que as empresas mais rentáveis e com acesso a clientes com maior capacidade financeira, recorrem menos a passivo de curto prazo, o que poderá estar associado à maior capacidade para negociarem dívida com maior maturidade e com menor responsabilidades de pagamento no curto prazo, libertando capital para o desenvolvimento estratégico da atividade.

Ainda, no que diz respeito aos resultados de investigação, foram identificados diferentes perfis de instituições financeiras. “Os Populares” tinham como público-alvo a generalidade da população e apresentavam menor capacidade para rentabilizarem a atividade; “Os Rentáveis” que apresentavam um crescimento mais moderado e uma maior capacidade de rentabilização dos investimentos feitos pelos proprietários; “Os Especialistas” que apresentam uma dimensão menor e se focaram num público-alvo com maior capacidade financeira, de modo a conseguirem rentabilizar mais facilmente a sua atividade; “O Campeão”, denominação dada ao BESA pela capacidade de saber conciliar o crescimento exponencial que sofreu durante os anos analisados, com a rentabilização da atividade, através da resposta aos clientes mais atrativos, que procuram negociar operações de maior valor e mais fáceis de rentabilizar.

Quanto às limitações de investigação, destaca-se a dificuldade em aceder-se à informação de alguns bancos que constituem o setor bancário angolano e o facto, de o endividamento de médio e longo prazo, registado nos relatórios e contas analisados, ter um peso reduzido, o que fragiliza a capacidade de análise dos determinantes da maturidade do passivo.

Contudo, apesar das limitações referidas, este estudo pode ser entendido como uma contribuição para futuras investigações. Conclui-se que, ainda há muito para investigar nesta área, pois Angola continua a ser um dos países com melhores expectativas económicas para os próximos anos e onde o setor financeiro irá ter um papel fundamental na dinamização da economia. Nesse sentido, considera-se que seria pertinente efetuar um estudo sobre os anos mais recentes pós crise petrolífera e mais abrangente e minucioso, que incluísse todos os bancos presentes nesse mercado e a aplicação de técnicas estatísticas que permitissem extrapolar os resultados encontrados sobre o setor bancário angolano e evidenciassem o impacto na estrutura financeira do abrandamento da economia do país.

BIBLIOGRAFIA

Alonso, E. J. M. (2000). The Effect Of Firm Diversification On Capital Structure: Evidence From Spanish Firms. EMFA 2000, Athens.
Ang, J. (1991). Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management. The Journal of Entrepreneurial Finance, 1(1), 1-13.

- Arias, C. A.; Martínez, A. C.; Garcia, J. L. (2000) Enfoques Emergentes en Torno en la Estructura de Capital: El caso de la Pyme. València, Generalitat Valenciana.
- Balakrishnan, S.; Fox, I. (1993). Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure. *Strategic Management Journal*, 14(1), 3-16.
- BNA (2011). Avaliação do desempenho financeiro do sistema financeiro angolano no segundo trimestre de 2011. BNA.
- Bontempi, M. E. (2002). The Dynamic Specification of the Modified Pecking Order Theory: Its Relevance to Italy. *Empirical Economics*, 27(1), 1-22.
- Booth, L.; Aivazian V.; Demircug-Kunt, A.; Maksimovic, V. (2001). Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 56(1), 87-130.
- Borba P. (2012). Relação entre o desempenho financeiro e desempenho social de instituições de microfinanças na América Latina. São Paulo: Tese de doutoramento não publicada. Faculdade de economia, administração e contabilidade, Universidade de São Paulo.
- Bougatef, K. & Chichti, J. (2010). Equity Market Timing and Capital Structure: Evidence from Tunisia and France. *International Journal of Business and Management*, 5(10), 167-177.
- Brailsford, T.J.; Oliver, B.R. & Pua, S.L.H. (2002). On the Relation Between Ownership Structure and Capital Structure. *Journal of Accounting and Finance* 42(1), 1-26.
- Cassar, G. & Holmes, S. (2003). Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence. *Accounting and Finance*, 43(2), 123-147.
- Chung, K. (1993). Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test. *Journal of Business Finance & Accounting*, 20(1), 83-98.
- Couto, G. & Ferreira, S. (2010). Os Determinantes da Estrutura de Capital de Empresas do PSI 20. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão* 9(1-2), 26-38.
- Daltro, H. (2010). Sustentabilidade do Microcrédito: Uma Análise da Experiência do Banese. Tese de Mestrado não publicada, Universidade Federal de Sergipe, Brasil, 2010.
- Deesomsak, R.; Paudyal, K. & Pescetto, G. (2004). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4-5), 387-405.
- Fama, E. & French, K.R. (2005). Financing Decisions: Who issues stock?. *Journal of Financial Economics* 76(3), 549-582.
- Fan, J.; Titman, S. & Twite G. (2012). An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(1), 23-56.
- Frank, M. & Goyal (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248.
- Freixo, M. (2010). Metodologia Científica Fundamentos, métodos e técnicas. 2ª edição. Lisboa: Instituto Piaget.
- Gama, A. P. B. M. (2000). Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas, Porto: Associação da Bolsa de Derivados do Porto.
- Harris, M. & Raviv, A. (1990). Capital Structure and the Informational Role of Debt. *The Journal of Finance*, 45(2), 321-349.
- Haugen, R. A. & Senbet, L. W. (1988). Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to Theory of Optimal Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23(1), 27-39.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360.
- Kim, E. H. A (1978). Mean Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. *The Journal of Finance*, 32(1), 45-64.
- Kim, W. S. & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2), 131-144.
- KPMG - Financial Services (2011). Análise ao Sector - Bancário Angolano, 2009, 2010, 2011 KPMG.
- Maksimovic, V. & Titman, S. (1991). Financial policy and reputation for product-quality. *The Review of Financial Studies*, 4(1), 175-200.
- Manos, R.; Green, C. & Murinde, V. (2001). Business Groups and Capital Structure: Evidence on Indian Firms. Finance and Development Research Programme, Working Paper Series No. 34, University of Manchester.
- Michaelas, N.; Chittenden, F. & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12(2), 113-30.
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32(3), 261-275.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction by. *American Economic Review*, 53(3), 437-447.
- Mutenheri, E. & Green, C.J. (2008). Financial Reform and Financing Decisions of Listed Firms in Zimbabwe. *Journal of African Business*, 4(2), 155-170.
- Myers, S.C. (1977). Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions - Implications for Capital Budgeting. *Journal of Finance*, 29(1), 1-25.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Nivorozhkin, E. (2004). The Dynamics of Capital Structure in Transition Economies. *Economics of Planning*, 37(1), 25-45.
- Omri, W. & Chkounali, R. (2011). The Convergence between outreach and financial performance in Mediterranean MFI's: a panel data analysis. *Mediterranean and Middle East papers*; Springer.
- Parreira, J. (2013). Os determinantes da estrutura financeira do setor das tecnologias de informação. Setúbal: Tese de mestrado não publicada. ESCE-IPS.
- Pittman, J. A. (2002). The Influence of Firm Maturation on Tax-Induced Financing and Investment Decisions, *The Journal of the American Taxation Association*, 24(2), 35-59.
- Reis, E. (2001). Estatística Multivariada Aplicada. 2ed. - Lisboa: Edições Sílabo, Lda.
- Reis, E. (2000). Análise de Clusters e as Aplicações às Ciências Empresariais: uma visão crítica da teoria dos grupos estratégicos in *Métodos Quantitativos 1 ed.*, Lisboa, Edições Sílabo.
- Ross, S. A. (1977). The Determinants of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Ross, S.; Westerfield, R. & Jordan, B. (2002). *Fundamentals of Corporate Finance* (6ª edition). USA: McGraw-Hill.
- Smith, M. (2003). *Research Methods in Accounting*. Sage Publications, Ltd. New Delhi.
- Sogorb-Mira, F. (2005). How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence From a 1994-1998 Spanish Data Panel, *Small Business Economics* 25(5), 447-457.
- Sogorb-Mira, F. & López-García, J. (2003). Pecking-Order versus Trade-Off: An Empirical Approach to the Small and Medium Enterprise Capital Structure. Working Papers Séries.
- South African Reserve Bank (2011). Annual economic reports. South African Reserve Bank.

- Teixeira, N. (2013). Avaliação do desempenho Financeiro no Sector da Tecnologia de Informação. Lisboa: Tese de Doutoramento não publicada. ISCTE.
- Teixeira, N. & Rodrigues, E.v(2013). Micro Finanças – Sustentabilidade Financeira, versus Alcance Social na Africa Subsariana, XIII Congresso do Instituto Internacional de Custos, Porto.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-21.
- Yin, R., K. (2009). *Case Study Research: Design and Methods*. (4th edition). America: Editor Serie Sage.