

FINANÇAS

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DOS BANCOS – EVIDÊNCIAS DE ANGOLA

Francisco Leote, francisco.leote@esce.ips.pt, Instituto Politécnico de Setúbal, Escola Superior de Ciências Empresariais

Luzia Fila, luzianunes1982@gmail.com

Nuno Teixeira, nuno.teixeira@esce.ips.pt, Instituto Politécnico de Setúbal, Escola Superior de Ciências Empresariais

RESUMO

A definição da estrutura de capital constitui uma das tarefas mais importantes dos gestores financeiros nesta era moderna. Este estudo tem como objetivo identificar os fatores que da estrutura de capital do setor bancário em Angola para o período de 2015 a 2019.

O estudo incidi sobre uma amostra de 20 bancos, num contexto macroeconómico caracterizado por recessões económicas, derivado da baixa do preço do petróleo. Recorreu-se à metodologia de dados em painel com uso da estimação de efeitos aleatórios para analisar a relação entre o endividamento total e as variáveis independentes, fatores internos e um fator macroeconómico.

Os resultados sugerem que a definição da estrutura de capital dos bancos angolanos foi influenciada significativamente por fatores internos como a taxa efetiva de imposto, a dimensão, a rentabilidade e pelo fator macroeconómico - inflação.

Palavras-Chave: Determinantes, Estrutura de Capital, Instituições bancárias, Angola.

ABSTRACT

Defining the capital structure is one of the most important tasks of financial managers in this modern era. This study aims to identify the factors that influence the capital structure of the banking sector in Angola for the period from 2015 to 2019.

The study focused on a sample of 20 banks, in a macroeconomic context characterized by economic recessions, resulting from the drop in oil prices. Panel data methodology was used using random effects estimation to analyze the relationship between total debt and independent variables, internal factors and a macroeconomic factor.

The results suggest that the definition of the capital structure of Angolan banks was significantly influenced by internal factors such as the effective tax rate, size, profitability, and the macroeconomic factor - inflation.

Keywords: Determinants, Capital Structure, Banking institutions, Angola

INTRODUÇÃO

O crescimento sustentado a longo prazo constitui a meta das empresas, sendo isto possível com investimentos contínuos e rentáveis. Para tal, os gestores podem captar financiamentos através de dívidas, ou por capitais próprios, sendo a sua correta combinação vital para a sustentabilidade financeira da empresa e a sua afirmação no mercado.

Assim, as decisões sobre a estrutura de capital das empresas, tem sido um assunto muito discutido por vários investigadores ao longo do tempo, existindo várias teorias sobre o tema.

Face à importância da diversificação da economia de Angola e do desenvolvimento da iniciativa privada no país, como forma de promover o crescimento económico e o progresso social do país, optou-se neste estudo por investigar os determinantes da estrutura de capital do setor financeiros do país. Destaca-se, ainda, a escassez de estudos sobre as decisões da estrutura de capital em Angola.

A forte dependência das receitas petrolíferas, tornou a economia angolana frágil e muito vulnerável às flutuações dos preços do petróleo, desde meados de 2014. Este cenário, desencadeou uma inflação nos dois dígitos, escassez de divisas, conflitos políticos e sociais. Para a recuperação económica, entre as prioridades esteve o apoio às famílias e ao setor privado com a concessão de créditos às empresas. Neste contexto, as instituições bancárias em Angola, são ferramentas de extrema importância no processo de recuperação económica do país, através da alocação de recursos financeiros que possibilitam o investimento público e privado, e a criação de riqueza para os diferentes agentes económicos. Tal, enaltece a importância da realização deste estudo.

Assim, o principal objetivo deste trabalho de investigação é o estudo das decisões de financiamento das instituições financeiras em Angola, bem como identificar as variáveis determinantes destas decisões.

Em termos de metodologia, o estudo recorre à regressão com dados em painel, tendo-se recolhido dados de 20 bancos que representam 77% do setor bancário em Angola. O estudo incide sobre o período 2015 a 2019, caracterizado por ser um período difícil a nível económico devido ao impacto da crise do petróleo em Angola.

Quanto à estrutura, o trabalho, para além da introdução, apresenta uma revisão de literatura, metodologia e objetivos específicos e apresentação e discussão de resultados. Finalmente, é apresentada a conclusão, onde são apresentados os aspetos essenciais deste estudo, relativamente aos resultados da investigação e aos seus contributos para o estado da arte. Serão ainda, apresentadas neste ponto, as limitações da investigação e as sugestões para estudos futuros.

1. REVISÃO DE LITERATURA

1.1. Conceito de estrutura de capital

A Estrutura de Capital, dentro de uma organização, é composta por capital próprio e capital alheio (Barros, 2014). Deste modo, as empresas podem recorrer a fundos internos e externos, para desenvolver e financiar os seus projetos.

O conceito de estrutura de capital diverge entre alguns autores, sobretudo na questão da maturidade do passivo. Segundo Tahir *et al.* (2016) a estrutura de capital contempla o capital próprio e capital alheio de curto, médio e longo prazo, como fontes de captação de recursos, por meio dos quais a organização financia as suas atividades. Definição semelhante, é apresentada por Henrique *et al.* (2018), a estrutura de capital trata da forma como as organizações combinam as fontes de origem, de capital próprio e de terceiros, para aplicar em ativos e suas atividades desenvolvidas. Para Vu *et al.* (2020) e Khan *et al.* (2021), a estrutura de capital faz parte da estrutura financeira. Assim, compreende o financiamento constituído por uma estrutura definida de capitais próprios e dívidas de longo prazo (capital alheio).

Os termos estrutura de capital e estrutura financeira, em muitos estudos empíricos são utilizados para designar a mesma ideia (Barros, 2014; Tahir *et al.*, 2016; Henrique *et al.*, 2018). No entanto, poderão ser conceitos diferentes. A estrutura financeira pode contemplar a relação entre o total do passivo da empresa e o seu ativo total. Assim, é mensurada pelo rácio de alavancagem financeira. Já, a estrutura de capital pode representar a relação entre o capital alheio de longo prazo e o total do capital da empresa, podendo ser medida pelo rácio entre a dívida de longo prazo e o capital (Khan *et al.*, 2021).

A problemática em torno da estrutura de capital, centra-se na existência ou não de uma combinação ótima entre capital próprio e o capital alheio. Teoricamente, a estrutura de capital ótima deverá por um lado, maximizar o valor total de mercado da empresa e, por outro, minimizar o custo médio ponderado do capital (Prado, 2021). Sustentar um equilíbrio entre as fontes de financiamento é, sem dúvida, um dos principais desafios do gestor financeiro.

Na prática, o gestor financeiro deve optar por uma estrutura de capital, ajustada às condições financeiras e económicas do mercado em que a empresa se estabelece, bem como às suas características específicas. A literatura apresenta duas perspectivas pioneiras sobre a estrutura de capital, que até então, servem como base de toda literatura empírica nesta área.

1.2. Perspetiva tradicional ou clássica

A perspetiva tradicional ou clássica, foi introduzida por (Durand, 1952). Esta perspetiva tem como base, o custo médio ponderado do capital das empresas. Durand (1952) defende que as empresas podem minimizar o custo médio ponderado do capital, se o mix de capital alheio e próprio for o ideal.

A perspetiva tradicionalista pressupõe que o custo do capital alheio se mantém constante até que a empresa atinja um certo grau de endividamento (Durand, 1952). Dado o custo mais baixo do capital alheio em relação ao capital próprio, aumentar o endividamento da empresa poderá reduzir o custo médio ponderado até um certo ponto (Durand, 1959). O ponto de inflexão do custo médio ponderado seria, o nível ótimo de endividamento da empresa (Peixoto, 2017; Silva *et al.*, 2020). No entanto, a maximização do valor da empresa ocorre no ponto ótimo (estrutura de capital ótima) sendo que, a partir desse ponto, o aumento do endividamento implicará uma relação inversa com o valor da empresa (Silva *et al.*, 2020).

Segundo Silva *et al.* (2020), um gestor financeiro racional, que considera a perceção dos agentes económicos quanto ao risco de insolvência da empresa, deveria aumentar a alavancagem financeira, captando mais capital alheio, até atingir o custo médio ponderado de capital ótimo.

Assim, para os tradicionalistas, a empresa beneficia, ao recorrer ao financiamento por dívida. Este benefício decorre do efeito do mecanismo de alavancagem financeira, pois os acionistas, sem necessidade de aumentar os seus próprios capitais investidos, conseguem maiores retornos financeiros (Henrique *et al.*, 2021).

Esta abordagem ignora os riscos associados ao aumento do endividamento. Na realidade o aumento da dívida eleva a probabilidade de incumprimento da empresa, e por isso, os credores reagem exigindo uma maior rentabilidade, proporcional ao aumento do risco financeiro.

Durand (1952) reconhece que a determinação da estrutura de capital depende de vários fatores. Assim, destaca-se a conjuntura económica e financeira nacional e internacional, o setor de atividade, a imperfeição do mercado financeiro e a disponibilidade adequada de financiamento.

1.3. Perspetiva de Modigliani e Miller

As bases do pensamento moderno sobre a estrutura de capitais em finanças empresariais, são lançadas com a publicação do artigo “*The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*” (Modigliani & Miller, 1958).

O pensamento moderno sobre a estrutura de capitais ou princípio da irrelevância da estrutura de capitais, como muitas vezes é chamado, afirma que o valor de uma empresa em certas condições, não depende da estrutura de capitais (Modigliani & Miller, 1958). Assim, garantem não haver uma combinação ótima entre capital próprio e dívida, que minimiza o custo de capital da empresa e, consequentemente, maximiza o seu valor. Deste modo, os autores opõem-se à perspetiva tradicional, que defende a relevância da estrutura de capitais no valor da empresa.

Esta perspetiva é alicerçada num cenário de mercado de capitais perfeito e assim considera um conjunto de pressupostos simplificadores da realidade, entre os quais se encontram os seguintes:

- Ausência de impostos;
- Ausência de custos de transação;
- Ausência de custos de agência;
- Ausência de custos de falência;

- Ausência de assimetria de informação;
- Capacidade ilimitada de financiamento para empresas e indivíduos;
- Endividamento sem riscos de incumprimento.

Com base nestes pressupostos, os autores desenvolvem três preposições. A primeira define que “o valor de uma empresa endividada deve ser igual ao valor da empresa não endividada”, visto que depende dos rendimentos gerados pelos ativos, e não pelo seu endividamento.

Na segunda preposição, Modiglian & Miller (1958) “afirmam que o custo do capital próprio será uma função linear do nível de endividamento da empresa”. Isto significa que o custo do capital próprio varia em função do rácio de endividamento, mantendo o custo do capital alheio constante. Ou seja, os ganhos que podem ser obtidos com a utilização de mais dívida, como fonte de financiamento mais barata, eventualmente podem contribuir para um custo mais elevado do capital próprio, devido ao risco financeiro associado ao maior nível de endividamento.

Por último, na preposição III, Modigliani & Miller (1958) defendem que “a empresa deve investir em projetos que ofereçam um retorno esperado igual ou superior ao seu custo de capital”. Pois, o valor da empresa é determinado pela sua política de investimento e não pela política de financiamento.

Esta perspetiva, mostrou-se muito competente para concorrer com a abordagem tradicional de Durand (1952), mas apresentou muitas limitações e foi alvo de severas críticas nos anos subsequentes à sua publicação.

Neste contexto, Modigliani & Miller (1963), reconhecem o seu equívoco e publicam uma correção do artigo original, onde aplicam o modelo à realidade considerando o efeito fiscal. Nesse sentido, propõem o financiamento por dívida como a fonte de captação de recursos preferível, baseando-se na dedução fiscal sobre os pagamentos de juros sob a forma de um escudo fiscal (Khan *et al.*, 2021).

Assim, surgiram várias teorias que pretenderam contribuir para melhorar a teoria de Modigliani e Miller.

1.4. Teorias Explicativas da Estrutura de Capital

As teorias sobre a estrutura de capital procuram explicar de que forma as empresas se financiam, e, quais são os fatores determinantes das decisões de financiamento.

Como tal, tendo como base as limitações apresentadas pela perspetiva tradicional de Durand (1952) e pelo trabalho de Modigliani & Miller (1958), foram desenvolvidas várias teorias ao longo do tempo: i) a teoria do efeito fiscal (Modigliani & Miller, 1963); ii) a teoria do custo de falência (Robichek & Myers, 1966); iii) a teoria do trade-off (Kraus & Litzenberger, 1973); iv) a teoria dos custos de agência (Jensen & Meckling, 1976); v) a teoria da sinalização (Ross, 1977); vi) a teoria de pecking order (Meyers & Majluf, 1984); vii) a teoria de market timing (Baker & Wurgler, 2002).

1.4.1. Teoria do efeito fiscal

Modigliani e Miller (1963) desenvolveram o artigo “*Corporate Income taxes and the Cost of Capital: A Correction*”. Este resulta da tentativa de ultrapassar as limitações do modelo publicado em 1958, sobre a irrelevância da estrutura de capitais no valor da empresa, onde pressupõem um mercado de capitais perfeito sem impostos.

Para os autores, o endividamento face ao capital próprio, oferece vantagens fiscais à empresa, pois, é possível deduzir fiscalmente os juros (custos do capital alheio), obtendo desta forma uma poupança fiscal que reverterá para os investidores. Assim, concluem que o financiamento por capital alheio acrescenta valor à empresa, por via do benefício fiscal decorrente dos juros, e deste modo, quanto mais endividada a empresa for, maior será o seu valor (Peixoto, 2017).

Esta teoria incentiva as empresas a recorrer com maior frequência ao financiamento por dívida e pode sugerir uma estrutura de capital ótima composta por 100% de capital alheio que maximiza o seu valor. No entanto, se os resultados forem insuficientes para utilizar todas as possíveis fontes de poupança fiscal, o endividamento reduzirá o valor das empresas (Khan *et al.*, 2021). Assim, os gestores financeiros devem adotar certos limites no que toca ao endividamento, acautelando o aumento da probabilidade de falência.

1.4.2. Teoria do Custo de Falência

Os custos de falência foram introduzidos no estudo das decisões sobre estrutura de capital das empresas por Robichek & Myers (1966) e mais tarde foram desenvolvidos por outros investigadores (Kraus & Litzenberger, 1973). Estes custos ocorrem quando a empresa não consegue satisfazer as suas obrigações com os bancos e/ou detentores de obrigações.

Segundo Kraus & Litzenberger (1973), os custos de falência podem ser muito elevados para as empresas. Muitos estudos confirmam a relevância dos custos de falência como fatores determinantes das decisões de financiamento, influenciando desta forma, a estrutura de capitais ótima de uma empresa (Brealey *et al.*, 2018; Khan *et al.*, 2021; Prado, 2021). Quanto mais endividada a empresa for, mais elevada será a probabilidade da mesma sofrer pressões relacionadas com a falência, devido ao risco. Contudo, os custos de falência financeira tendem a ser um travão no endividamento (Ricca *et al.*, 2021).

De acordo com o estudo de Prado (2021), os custos de falência subdividem-se em custos diretos e indiretos. Os primeiros estão relacionados com o próprio processo de falência (despesas administrativas e despesas com a contratação de advogados) e com a alienação dos ativos de uma empresa por valores inferiores. Os segundos representam a perceção das dificuldades financeiras da empresa pelos agentes económicos. Destes últimos, destacam-se os relacionados com a perda de fornecedores por falta de pagamentos, com os clientes relativo à redução das vendas, com a redução dos recursos humanos internos que procuram alocação noutras empresas. Neste contexto, a captação de fundos alheios torna-se mais cara e em alguns casos impossíveis, pois os credores não desejam correr riscos em novos investimentos (Mota & Custódio, 2021).

Em síntese, de acordo com esta teoria existe um limite de endividamento, que pode ser encontrado quando a empresa atinge o ponto ótimo de dívida. Tal acontece, quando os benefícios marginais do endividamento igualam os custos marginais da dívida (Prado, 2021).

1.4.3. Teoria do Trade-Off

A teoria do trade-off, baseia-se na teoria de Modigliani & Miller (1963) com impostos e na teoria dos custos de falência.

Modigliani & Miller (1963) sugerem no seu modelo com impostos sobre o rendimento, o recurso ao financiamento por capital alheio. Isto porque, oferece vantagens à empresa, por meio do efeito fiscal proveniente do seu custo. Assim, poderá incrementar o nível de endividamento da empresa. Face a isso, Kraus & Litzenberger (1973) questionam e defendem que o endividamento excessivo pode elevar os custos de falência da empresa. Contudo, os custos de falência são fatores determinantes das decisões de financiamento e por isso, podem influenciar a estrutura de capital ótima.

Segundo Santos (2020), a teoria do *trade-off* defende o financiamento por dívida de forma moderada. Ou seja, a empresa pré-define o nível de endividamento e estabelece que será o objetivo a atingir. E ao longo da vida de seus projetos de investimento, o endividamento será ajustado gradualmente, até ao ponto em que os benefícios fiscais não sejam favoráveis face aos custos de falência esperados (Santos, 2020).

Resumidamente a teoria do *trade-off* sugere a comparação dos benefícios e dos custos associados à utilização do capital alheio, tendo sempre como objetivo a maximização do valor da empresa.

1.4.4. Teoria da Agência

A teoria da agência, que inicialmente teve como precursores Jensen & Meckling (1976), parte do pressuposto de que dentro de uma empresa existem conflitos de objetivos entre os detentores do capital e os gestores que decidem sobre os ativos. Estes conflitos afetam as decisões de financiamento e podem ser divididos em dois tipos: Diretos - entre acionistas que atuam como principais e administradores/gestores que atuam como agentes; e de Endividamento - entre credores (principais) versus acionistas (agentes).

Segundo Peixoto (2017), os custos de agência resultam dos possíveis prejuízos, que o principal possa sofrer, em consequência da atuação do agente. Os referidos custos de agência afetam o valor da empresa, ou seja, uma empresa que tenha um elevado nível de dívida, incorre em elevados custos de agência, afetando negativamente o seu valor.

De acordo com Prado (2021), os acionistas, têm como objetivo a maximização do capital próprio e assim arriscam mais. Por outro lado, os gestores preferem apostar em projetos menos arriscados, para não

comprometer o seu desempenho. No que diz respeito aos credores, estes estão mais interessados que os acionistas invistam em projetos menos arriscados, para garantir o pagamento da dívida contraída.

Assim, nesta teoria, são identificados os custos de agência relacionados com cada fonte de financiamento (capital próprio e capital alheio).

Os autores, salientam que estes custos podem ser mitigados através de dois mecanismos. O primeiro passa pela participação do gestor no capital social da empresa, aumentando desta forma o seu comprometimento em garantir os interesses dos acionistas e, assim, aumentar o valor/desempenho da empresa. O segundo, passa por captar fundos por meio do endividamento, visto que esta opção reduz os fluxos de caixa disponíveis, devido às regras de amortização e pagamento de encargos financeiros impostas à empresa, levando a que os gestores sejam obrigados a tomar melhores decisões, mais alinhadas com os interesses de acionistas e credores (Jensen, 1986). Deste modo, o recurso à dívida impõe disciplina no pagamento das obrigações, e pode introduzir menor segurança no emprego, incentivando maior qualidade dos serviços prestados pelo gestor e maior atenção nas tomadas de decisões para evitar riscos de insolvência (Barros, 2014; Prado, 2021).

Na medida que o custo de agência do capital próprio diminui, em consequência de altos níveis de dívida, a empresa poderá enfrentar o custo de agência do capital alheio. Estes últimos resultam dos conflitos de interesses entre credores (principal) e acionistas (agentes), visto que os segundos investem em projetos financiados pelos primeiros.

Segundo Grinblatt & Titman (2002) os acionistas tomam certas decisões, que aumentam os custos de agência do capital alheio, associados ao incremento do nível de endividamento, nomeadamente: aceitação de projetos menos atrativos (com VAL inclusivamente negativo), uma vez que a responsabilidade sobre a dívida é limitada, preferência a projetos com resultados de curto prazo que proporcionem dividendos em prol de projetos que favoreçam a sustentabilidade da empresa e resistência ao desenvolvimento de projetos quando o endividamento é elevado em virtude de o valor criado ser na sua maioria direcionado para os credores.

Para Peixoto (2017) os credores procuram minimizar o risco, impondo certas técnicas para monitorizar e controlar os acionistas ou devedores, salvaguardando assim os seus interesses.

1.4.5. Teoria da Sinalização

A assimetria de informação é um fator a considerar no processo de tomada de decisões de financiamento, e foi a impulsionadora da teoria da sinalização e da teoria de *pecking order*.

A teoria da sinalização foi desenvolvida por Leland & Pyle (1977) e por Ross (1977). De acordo com os autores, a estrutura de capital definida pelos gestores, sinaliza as expectativas que os mesmos têm do futuro da empresa, isto é, as expectativas sobre a rentabilidade futura e o risco associado. Por exemplo, quando o gestor recorre ao endividamento para captar fundos, fornece informações para o mercado sobre o fluxo de caixa disponível na empresa, comunicando desta forma o risco e a rentabilidade aos investidores externos (Barros, 2014). Neste contexto, Ross (1977), afirma que as empresas mais atrativas apresentam maiores níveis de endividamento, comparativamente às empresas menos atrativas. Isto porque, os investidores tendem a considerar o recurso ao endividamento como um sinal de qualidade da empresa para gerar fluxos de caixas, o que permitirá liquidar a dívida e como tal aumentar o valor da empresa.

As decisões sobre a política de distribuição de dividendos de forma estável e constante, repercutem-se também em informações para o mercado. Isto porque, por norma, elevados níveis de dividendos são encarados como um sinal positivo, sinalizando para os investidores que o negócio está a evoluir favoravelmente e, assim, a empresa consegue gerar fluxos de caixa suficientes (Leland & Pyle, 1977; Ross, 1977).

1.4.6. Teoria da Hierarquização das Fontes de Financiamentos (Pecking Order Theory)

A teoria da hierarquização das fontes de financiamento foi inicialmente definida nos estudos de Donaldson (1961) e, vinte e três anos depois, foi desenvolvida por Myers & Majluf, 1984. De acordo a teoria de *pecking order*, a estrutura de capital de uma empresa, traduz-se no resultado de decisões ótimas sucessivas relativas às fontes de financiamento, de forma hierárquica. Desta forma não prevê um nível de endividamento ótimo, através do qual o valor da empresa é maximizado, contrariando desta forma a posição da teoria do *trade-off*.

As decisões de financiamento são tomadas com base nas necessidades, na disponibilidade de recursos e no risco (Teixeira, 2012). Assim, as empresas adotam uma hierarquia de preferências de financiamento, desde as menos arriscadas às mais arriscadas (Ayange et al., 2021).

Deste modo, esta teoria defende que a hierarquia das fontes de financiamento sucede pela seguinte ordem: o autofinanciamento, o endividamento e o capital próprio, sendo definida em função do risco. Para evitar a assimetria de informação e a exposição às influências do mercado de capitais, as empresas devem financiar os seus projetos recorrendo primeiro ao autofinanciamento, em seguida ao endividamento e por último ao capital próprio (Myers & Majluf, 1984).

Assim, segundo esta teoria, as decisões de financiamento de uma empresa têm como objetivo minimizar os custos resultantes da assimetria de informação. Para Ramalho *et al.* (2019), a empresa segue uma hierarquia nas preferências de utilização das fontes de financiamento disponíveis, num contexto de assimetria de informação entre os *insiders* (gestores) e os *outsiders* (investidores), uma vez que os *insiders* estão mais informados sobre as respetivas empresas do que os *outsiders*. Nesse sentido, de modo a não passarem sinais para o exterior, as empresas devem priorizar as fontes de financiamento internas em prol das fontes externas, recorrendo primeiramente ao autofinanciamento e, somente se estes forem insuficientes para financiar os seus projetos, deverão optar pelas fontes externas (Ramalho *et al.*, 2019). Portanto, nesta última opção, em geral, a preferência hierárquica seria primeiro o endividamento e, só em última instância a emissão de novas ações no mercado. De acordo com Prado (2021), esta hierarquização é motivada pela pretensão de reduzir os efeitos da assimetria de informação, impedindo a depreciação do valor de mercado da empresa com o anúncio da oferta de ações. Com a emissão de ações, a empresa sinaliza ao mercado uma informação negativa, pois deveria ser a última opção a ser tomada, ou seja, quando as informações sobre as oportunidades de investimento são assimétricas, as ações da empresa podem ser subavaliadas pelo mercado (Ayange et al., 2021).

Resumindo, a teoria de *pecking order* defende que, as empresas altamente lucrativas, para financiar seus projetos, tendem a optar por recursos gerados internamente (autofinanciamento), enquanto as empresas com baixa rentabilidade tendem a captar recursos externos (Hirdinis, 2019; Timilsina, 2020; Ayange et al., 2021). Assim, a teoria sugere que o recurso ao financiamento externo pode significar dificuldades, o que pressupõe uma relação negativa entre a rentabilidade e o endividamento.

1.4.7. Teoria das Janelas de Oportunidade (*Market Timing Theory*)

O *market timing* é uma das teorias comportamentais sobre a estrutura de capital, desenvolvida por Baker & Wurgler (2002). Os autores argumentam que a partir de um comportamento ou perspectiva, a empresa tende a emitir ações a preços altos e a recomprar a preços baixos. Tal acontece, porque a intenção é identificar as flutuações temporárias no custo do capital próprio e do custo do capital alheio. Portanto, esta teoria parte do ponto, que no momento de tomar as decisões de financiamento, o gestor deve analisar o mercado de dívida e de ações.

Assim, segundo Baker & Wurgler (2002), em mercados imperfeitos e ineficientes, onde há variações dos custos das diferentes fontes de financiamento, explorar as oportunidades de ganho beneficia os acionistas atuais em detrimento dos que entram ou saem. Os gestores, por outro lado, estarão mais incentivados em monitorizar o mercado, de modo a identificarem as fontes de financiamento com um custo menor.

Alguns estudos como o de Zavertiaeva & Nechaeva (2017), mostram, que as empresas com maior índice *market-to-book* têm menor alavancagem financeira. O *market-to-book* é um rácio que representa a relação entre o valor de mercado e o valor contabilístico das empresas, sendo o valor de mercado obtido através do produto das ações em circulação pelo valor de cada ação. Para valores maiores desse rácio, a empresa emite ações, visto que a mesma está sobrevalorizada no mercado. Se os valores do rácio forem menores, os gestores optam pelo endividamento, pois a empresa está subvalorizada (Peixoto, 2017).

2. ESTUDO EMPÍRICO

2.1. Objetivos e hipóteses

O presente trabalho de investigação tem como objetivo central analisar os determinantes da estrutura de capital dos bancos em Angola. Neste sentido, à luz das teorias sobre a estrutura de capital, e com o intuito de se atingir o objetivo deste estudo, foram definidos os seguintes objetivos específicos:

— A decisão dos bancos quanto a definição da estrutura de capitais tem em consideração o efeito fiscal proveniente da dedução fiscal dos juros;

- A hierarquia de preferências de financiamento, desde as fontes menos arriscadas às mais arriscadas, minimizam a assimetria de informação;
- Os riscos assumidos pelos bancos quanto a probabilidade de incorrer em falência, e o seu posicionamento estratégico no mercado, têm impacto sobre as decisões de financiamento;
- Os conflitos de objetivos entre o principal e o agente que originam os custos de agência, e os fatores externos à atividade dos bancos influenciam as decisões de financiamento.

Este estudo empírico pretende reforçar o conhecimento existente, sobre a forma como os bancos comerciais que compõem o setor bancário angolano se financiam, num contexto do ciclo económico recessivo. Tendo por base o enquadramento teórico sobre as teorias da estrutura de capitais, conjugado a evidência empírica sobre os determinantes da estrutura de capitais dos bancos, definiu-se as seguintes hipóteses de investigação:

Hipótese 1: Existe uma relação positiva e significativa entre as variáveis, taxa efetiva de imposto sobre o rendimento, dimensão, tangibilidade, crescimento da atividade, reputação e inflação com o nível de endividamento dos bancos;

Hipótese 2: Existe uma relação negativa e significativa entre as variáveis, risco do negócio e rendibilidade com o endividamento dos bancos.

2.2. Definição das Variáveis

A estrutura de capital pode ser representada pelo rácio do endividamento, isto é, Capital alheio total/ Ativo total, considerando a sua definição mais abrangente (Masood & Ansari, 2016; Sibindi & Anthenia, 2018; Teixeira et al., 2019; Santos, 2020; Prado, 2021; Khan et al., 2021). Tal como estes autores, o presente estudo, considera como variável dependente o Endividamento Total, que representa a estrutura de capital dos bancos.

O endividamento total é então representado pela sigla EndT e determinado pela expressão:

$$EndT = \frac{Capital\ Alheio\ total}{Ativo\ Total} \quad (1)$$

As variáveis independentes representam os fatores determinantes da estrutura de capital e derivam da literatura (Amidu, 2007; Ayanda et al., 2013; Mutairi & Naser, 2015; Sibindi & Anthenia, 2018; Komarev et al., 2019; Teixeira et al., 2019; Silva et al., 2020; ; Khan et al., 2021; Coelho, 2021).

No estudo selecionaram-se sete variáveis sobre a atividade dos bancos (taxa efetiva de imposto (TEI); risco do negócio (RN); dimensão (DIM); tangibilidade (TANG); taxa de crescimento (TC); rendibilidade (REND); reputação (REP)) e uma variável macroeconómica (inflação (INFL)). Na tabela X1 descreve-se as variáveis independentes:

Tabela X1. Variáveis independentes

Variável Independente	Descrição
Taxa Efetiva de Imposto (TEI)	Imposto sobre o lucro / Resultado antes de imposto
Risco do Negócio (RN)	Desvio padrão do volume de negócios / média do volume de negócios
Dimensão (DIM)	Logaritmo natural do volume de negócios
Tangibilidade (TANG)	Ativo fixo tangível / Ativo total
Taxa de Crescimento (TC)	$(Ativo_n - Ativo_{n-1}) / Ativo_{n-1}$
Rendibilidade (REND)	Resultado antes de imposto / Ativo total
Reputação (REP)	Número de anos de atividade
Inflação (INFL)	Taxa anual de inflação

A tabela X2, expõe os fatores determinantes da estrutura de capital e as suas relações estatísticas a estudar face ao endividamento, de acordo com as teorias abordadas.

Tabela X2. Determinantes da estrutura de capital e respetivos sinais esperado

Variável	Sinal esperado
TEI	Positivo
RN	Negativo
DIM	Positivo
TANG	Positivo

TC	Positivo
REND	Negativo
REP	Positivo
INFL	Positivo

Fonte: Elaboração própria

2.3. Dados da amostra

Em 2019, um total de 26 bancos comerciais, em pleno funcionamento constituíam o setor bancário em Angola. Porém, tendo como base a completa disponibilidade de dados para o período em estudo de 2015 a 2019, a amostra é composta por 20 bancos, e, compreende aproximadamente 77% dos bancos comerciais, confirmando deste modo a intenção do estudo incluir uma representatividade de mais de 50% do setor.

Os bancos que constituem a amostra são: Banco Comércio e Indústria (BCI); Banco de Desenvolvimento de Angola (BDA); Banco Comercial Angolano (BCA); Banco Angolano de Investimento (BAI); Banco Sol (SOL); Banco de Fomento de Angola (BFA); Banco KEVE (KEVE); Banco BAI Micro Finanças (BMF); Banco BIC (BIC); Banco de Negócios Internacional (BNI); Banco Millennium Atlântico (ATL); Banco Comercial do Huambo (BCH); Banco Valor (BVB); Banco Prestigio (BPG); Banco de Investimento Rural (BIR); *Standard Chartered Bank* de Angola (SCBA); Banco Caixa Geral Angola (BCGA); Banco VTB África (VTB); Finibanco Angola (FNB) e *Standard Bank* de Angola (SBA).

Os dados foram obtidos dos relatórios de contas dos bancos, auditados e publicados anualmente nas suas bases eletrónicas e do relatório económico de Angola elaborado anualmente pelo CEIC – UCAN. Assim, recolheram-se dados como: O Total do Ativo; o Ativo Fixo Tangível; o Total do Passivo; o Volume de Negócios; o Resultado antes de Imposto; o Imposto sobre o lucro; o Resultado antes dos Gastos Financeiros e Impostos; a Taxa anual de Inflação; o Número de anos de Atividade dos Bancos. Recorreu-se ao *Microsoft Excel* para o cálculo dos rácios que compreendem as variáveis em estudo, que resultou num painel de dados não balanceado, de 20 bancos ao longo de 5 anos. Na tabela X3 apresentam-se as estatísticas descritivas.

Tabela X3. Estatísticas descritivas das variáveis (2015 a 2019).

Variáveis	Obs	Média	Desvio padrão	Mediana	Intervalos de confiança
EndT	76	0,81	0,17	0,85	0,78-0,84
TEI	76	0,14	0,06	0,10	0,10-0,18
RN	76	0,73	1,48	0,54	0,43-1,01
DIM	76	16,3	2,06	16,4	15,9-16,7
TANG	76	0,11	0,01	0,03	0,0-0,25
TC	76	0,37	0,55	0,21	0,26-0,47
REND	76	0,37	0,11	0,03	0,02-0,06
REP	76	12,10	6,07	120	10,89-13,30
INFL	76	23,12	0,99	18,60	21,12-25,08

Obs: EndT (endividamento total), TEI (taxa efetiva de imposto), RN (risco de negócio), DIM (dimensão dos bancos), TANG (tangibilidade), TC (taxa de crescimento da atividade), REND (rendibilidade), REP (reputação dos bancos), INFL (inflação).

Ao analisar as estatísticas descritivas, aferiu-se que em média a estrutura de capital dos bancos em Angola, parece ser composta maioritariamente por capital alheio. Ou seja, os resultados indicam um endividamento total médio de 81%, o que sugere que os bancos angolanos recorrem ao capital alheio, para satisfazer as necessidades de financiamento.

Estes resultados corroboram com os obtidos nos estudos de Anarfo, 2015 e Khan et al., 2021 onde se observaram altas médias de endividamento dos bancos em países da África Subsariana e sauditas, cerca de 87,28% e 84,33% respetivamente.

2.4. Metodologia

Com o propósito de atingir o objetivo do estudo selecionou-se uma metodologia que consiste numa abordagem quantitativa, denominada por regressão com dados em painel. A abordagem quantitativa observa factos que são objetivos, procura relações de causa e efeito, testa hipóteses e teorias, controla o máximo de variáveis e tem como elemento básico de análise os números e as análises estatísticas (Graziano, 2016). O modelo de regressão com dados em painel permite demonstrar as relações existente entre um

grupo de variáveis independentes com uma variável dependente ao longo do tempo, combinando dados transversais (*cross section*)¹ com séries temporais (*time series*)² (Gujarati & Poter, 2011). A utilização de dados em painel é vantajosa, visto que permite muitas observações para cada variável da amostra, potenciando um elevado número de dados devido à conjugação da dimensão transversal com a temporal (Mesquita et al., 2020).

A equação geral de estimação do modelo de regressão com dados em painel é dada pela seguinte equação:

$$Y_{it} = a_i + \beta_j X_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que:

Y_{it} representa a variável dependente, dos sujeitos i (dimensão transversal), analisados ao longo de vários períodos t (dimensão da série temporal); a_i representa o intercepto³ para cada sujeito i , e pode assumir efeitos fixos ou aleatórios; β_j ($j = 1, 2, \dots, k$) – representa os coeficientes de regressão das variáveis independentes; X_j ($j=1, 2, \dots, k$) - são as variáveis independentes; ε_{it} - representa os termos de erros ou perturbações aleatórias, que por regra são independentes e com média zero e variância constante.

Para a aplicação do procedimento econométrico, o estudo recorreu a estimação através dos efeitos fixos e efeitos aleatórios. A estimação através dos efeitos fixos, considera que há efeitos individuais a_i , que representam as heterogeneidades entre os sujeitos (bancos), pois para cada banco calcula uma nova interceção que é invariável (Khan et al., 2021). Os coeficientes das variáveis independentes são constantes, indicando que existe características especiais para cada banco que afetam a estrutura de capital, como a forma de gestão adotada por cada banco (Mesquita et al., 2020). A fórmula para a estimação através dos efeitos fixos é dada pela seguinte expressão:

$$EndT_{it} = \beta_0 + \beta_1 TEI_{it} + \beta_2 RN_{it} + \beta_3 DIM_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 REP_{it} + \beta_6 REND_{it} + \beta_7 TC_{it} + \beta_8 INFL_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em relação à estimação através dos efeitos aleatórios, prevê-se que os efeitos individuais (não observáveis), são variáveis aleatórias, e não dependem das variáveis independentes. Assim a interceção de cada banco é uma variável aleatória que assume um valor médio. O erro μ_{it} , é composto por ε_i - dimensão de cortes transversal e por v_{it} - dimensão de cortes transversais e series temporais ($\mu_{it} = \varepsilon_i + v_{it}$), assim pressupõe-se que os erros não estão correlacionados entre si e nem com a dimensão de *cross-section* e de series temporais (Mesquita et al., 2021; Khan et al., 2021). A fórmula para estimação através dos efeitos aleatórios é dada por:

$$EndT_{it} = \beta_0 + \beta_1 TEI_{it} + \beta_2 RN_{it} + \beta_3 DIM_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 REP_{it} + \beta_6 REND_{it} + \beta_7 TC_{it} + \beta_8 INFL_t + \mu_{it} \quad (4)$$

Em seguida, recorreu-se ao teste de *hausman* (2015) para validar o método de estimação (efeitos fixos ou efeitos aleatórios) mais adequado para atingir o objeto do estudo. No teste de *hausman* são consideradas duas hipóteses: (1) H_0 : a_i não são correlacionados com X_{it} ; (2) H_1 : a_i são correlacionados com X_{it} . Assim, se o teste rejeitar hipótese nula (H_0), o método de efeitos fixos é o melhor em relação ao método de efeitos aleatórios, se não rejeitar a hipótese H_0 o método de efeitos aleatórios é o mais adequado (*Hausman*, 2015).

3.RESULTADOS E DISCUSSÃO

Nesta secção procede à apresentação e análise dos resultados obtidos no âmbito do teste de *hausman* e da regressão validada.

Na tabela X4 observam-se os resultados do teste de *hausman* e verifica-se que a hipótese nula não é rejeitada, consequentemente a estimação pelo método dos efeitos aleatórios é a mais adequada.

Tabela X4. Resultados das variáveis em análise no período de 2015 a 2019.

EndT			
Variáveis	Observações	Efeitos fixos	Efeitos aleatórios
TEI	76	0,111 (0,130)	0,125 * (0,068)
RN	76	0,003 (0,008)	0,010 (0,009)
DIM	76	-0,001	0,023 ***

¹ *Cross section*, são dados que refletem observações de várias empresas em um único período no tempo.

² *Time series*, compreendem as observações de uma única empresa em vários períodos t .

³ Considera-se intercepto, o ponto em que a recta toca o eixo das ordenadas, ou seja, o eixo do y .

		(0,007)	(0,003)
TANG	76	-0,004 (0,006)	-0,006 (0,005)
TC	76	-0,010 (0,053)	0,022 (0,017)
REND	76	-1,465 *** (0,352)	-1,319 *** (0,194)
REP	76	0,017 (0,022)	0,001 (0,003)
INFL	76	0,003 (0,002)	0,003 ** (0,001)
R² R² ajustado Wald chi2 (p)		0,2536 0,2809 0,0012 ***	0,1946 0,7640 0,000 ***
Teste hausman P- value	0,7180		
Obs: Variável dependente EndT (endividamento total). As variáveis independentes são: TEI (taxa efetiva de imposto), RN (risco de negócio), DIM (dimensão), TANG (tangibilidade do ativo), TC (taxa de crescimento da atividade), REND (rendibilidade), REP (reputação) e INFL (inflação). Os resultados apresentados são os coeficientes estimados e os respectivos desvios Padrão entre parênteses. Os asteriscos * (10%), ** (5%) e *** (1%) representam os níveis de significância.			

Os resultados obtidos através da estimação pelo método dos efeitos aleatórios sugerem que a taxa efetiva de imposto (TEI), a dimensão do banco (DIM), a rendibilidade (REN) e a taxa de inflação do país (INFL) são determinantes da estrutura de capital dos bancos em Angola.

Quanto a taxa efetiva de imposto (TEI), observa-se uma relação positiva e estatisticamente significativa com endividamento tal como o expectado pela teoria do efeito fiscal. Esta observação pode sugerir que quanto maior for a taxa efetiva de imposto, maior será o recurso ao capital alheio. Segundo a teoria do efeito fiscal, as empresas recorrem ao endividamento para satisfazer as suas necessidades de financiamento e obter benefícios fiscais (Modigliani & Miller, 1963). A relação observada é consistente com a generalidade dos estudos anteriores (Sibindi & Anthenia, 2018; Teixeira et al., 2019).

Verifica-se também uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a dimensão (DIM) do banco e o nível de endividamento, o que vai de acordo com a teoria de *trade off* e do custo de falência, e opõem-se a teoria de *peking order*. Segundo a teoria de *trade off* e do custo de falência, as empresas de maior dimensão tendem a ser mais diversificadas e menos propensas a incorrer em dificuldades financeira, o que lhes facilita o acesso ao endividamento (Kraus & Litzenberger, 1973). Ao passo que na teoria de *peking order* as grandes empresas em termos de ativos, são mais diversificadas e rentáveis, e por isso preferem o financiamento com recursos internos (Myers & Majluf, 1984). O resultado observado foi o esperado uma vez que sugere um aumento do endividamento com o aumento da dimensão da empresa e corrobora com a literatura (Mutairi & Naser, 2015; Komarev et al., 2019; Khan et al., 2021).

Desta forma, os resultados das variáveis (TEI) e (DIM) validam a hipótese 1, sugerindo que a taxa efetiva de imposto e a dimensão do banco são determinantes da estrutura de capital e que influenciam de forma positiva o recurso ao endividamento.

No que concerne a rendibilidade (REND), tal como esperado há um efeito negativo e estatisticamente significativo sobre o endividamento total, consistente com a teoria de *peking order*. Segundo esta teoria as empresas mais lucrativas preferem o financiamento com fundos internos, e sempre que for necessário recorrem à dívida (Myers & Majluf, 1984). Porém, a teoria de *trade off* opõem-se a este resultado, ao sugerir que os altos níveis de rendimento das empresas aumentam o recurso à dívida, para obtenção de benefícios fiscais. Contudo estudos anteriores corroboram com os resultados observados (Silva et al., 2020; Timilsina, 2020; Khan et al., 2021). O resultado da variável REND valida a hipótese 2, sugerindo que a rendibilidade do banco é determinante da sua estrutura de capital e que influencia de forma negativa o recurso ao endividamento.

O resultado mais interessante obtido neste estudo foi possível aferir que as decisões sobre a estrutura de capital do setor bancário em Angola são condicionadas pela inflação. A variável INFL apresenta-se estatisticamente significativa a 5%. A inflação apresenta uma relação positiva com o endividamento total. Tal como defende Terra (2007), os altos níveis de inflação tendem a reduzir os custos de obtenção da dívida (queda do valor nominal da dívida face ao valor real). Este resultado vai de acordo com o observado por Anarfo (2015) que analisa os determinantes da estrutura de capitais dos bancos nos países da África subsariana. Desta forma, o resultado obtido pela variável INFL valida a hipótese 1, sugerindo que a taxa de inflação do país é determinante da estrutura de capital do banco e que influencia de forma positiva o recurso ao endividamento.

As variáveis, risco do negócio (RN), a tangibilidade do ativo (TANG), a taxa de crescimento (TC) e a reputação dos bancos (REP) não apresentam uma relação estatisticamente significativa com o nível de endividamento. Apesar desta constatação, os resultados das variáveis (TC) e (REP) indiciam a existência de um efeito positivo da taxa de crescimento e da reputação sobre o endividamento, como previsto nas teorias de *peking order* e de agência. O que pode sugerir que as empresas com maior oportunidade de crescimento da atividade recorrem a dívida, e que as empresas preocupadas com a boa imagem, agem com cautela e tendem a alinhar os seus interesses ao dos acionistas e desta forma reduzem a assimetria de informação e os custos de agência.

CONCLUSÃO

A presente estudo analisa a estrutura de capitais dos bancos comerciais em Angola, e identifica os principais fatores que a determinam num período de recessão económica (2015 a 2019). Na obtenção do objetivo usou-se a metodologia de regressão com dados em painel, através da estimação por efeitos aleatórios.

Os resultados obtidos sugerem que as decisões sobre a estrutura de capital dos bancos em Angola são determinadas pela taxa efetiva de imposto sobre o rendimento (TEI), pela dimensão do banco (DIM), pela rentabilidade (REN) e pela inflação (INFL). Os resultados obtidos apresentam uma relevância para a tomada de decisão dos bancos em Angola. Os gestores no processo de definição da estrutura de capitais devem considerar não só, os fatores institucionais, mas também os fatores macroeconómicos. Verificou-se uma relação positiva e significativa (5%) entre a taxa de inflação angolana e o endividamento total dos bancos. Estes resultados sugerem que em cenários de altos níveis de inflação, como foi o caso do período de 2015 a 2019, os bancos contraem mais dívida devido à redução do valor nominal do dinheiro.

A limitação desta investigação assenta no facto de não existirem bases de dados estruturados, o que limitou o acesso à informação. Conjugando o facto de que mesmo para dados não estruturados, há dificuldades em aceder à informação de alguns bancos. Todavia, apesar das limitações espera-se que o presente estudo contribua para incentivar estudos futuros nestas regiões do globo e auxilie os gestores no processo de definição da estrutura de capitais.

Referências bibliográficas

- Amidu, M. (2007). *Determinants of Capital structure of banks in Ghana: An empirical approach*. *Baltic Journal of Management*, 2(1), 67-79. <https://doi.org/10.1108/17465260710720255>.
- Anarfo, E. B. (2015). *Determinants of capital structure of banks: Evidence from Sub-Sahara Africa*. *Asian Economic and Financial Review*, 5(4), 624-640. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr/2015.5.4/102.4.624.640>.
- Ayanda, D. A. M., Christopher, E. I., Mudashiru, D. M. A., & Isaac, D. A. S. (2013). *Determinants of Capital structure in nigerian bnking sector*. *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 2(4), 27-43. <https://doi.org/10.6007/ijarems/v2-i4/50>.
- Ayange, A., Emmanuel, N. C., Rosemary, I. H., Ndudi, U. C., & Samuel, U. E. (2021). Effect of capital structure on firms performance in Nigeria. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 9(1), 15–23. <https://doi.org/10.13189/ujaf.2021.090102>.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1–32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>.
- Barros, A. I. S. (2014). *Determinantes da estrutura de capital do setor bancário angolano*. [Dissertação de Mestrado, Instituto Politécnico de Setúbal]. Repositório Institucional do Instituto Politécnico de Setúbal. <http://hdl.handle.net/10400.26/6522>.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2018). *Princípios de Finanças Corporativas*. 12ª edição. AMGH. <https://books.google.pt/books?hl=pt->

- BR&lr=&id=t0xaDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR1&dq=princ%C3%ADpios+de+finan%C3%A7as+corporativas&ots=nmcXdCjQpu&sig=Up. Acedido em fevereiro de 2022.
- Coelho, M. (2021). *Determinantes da estrutura de capitais das empresas do setor hoteleiro em Portugal*. [Dissertação de Mestrado, Instituto Politécnico do Porto]. Repositório Institucional do Instituto Politécnico Do Porto. <http://hdl.handle.net/10400.22/18986>.
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement. National Bureau of Economic Research. 215 - 262. Disponível em: <http://www.nber.org/books/univ52-1>. Acedido em janeiro de 2022.
- Durand, D. (1959). The Cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: Comment. The American Economic Review, 49(4), 639 - 655. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1812918>. Acedido em janeiro de 2022.
- Graziano, K. U. (2016). *Pesquisa com abordagem quantitativa*. Revista SOBECC, 21(3), 123 - 124. <https://doi.org/10.5327/z1414-4425201600030001>.
- Grinblatt, M., & Titman, S. (2002). Financial Markets and Corporate Strategy. NY: McGraw - Hill, 3 - 892 . Disponível em: <https://www.mheducation.co.uk/>. Acedido em Março de 2022.
- Gujarati, D. N., & Poter, D. C. (2011). *Econometria Básica (5ª Edição)*. Amgh Editora.
- Hausman, J. A. (2015). *Specification tests in econometrics*. Applied Econometrics, 38(2). <https://doi.org/10.2307/1913827>.
- Henrique, M. R., Silva, S. B., Soares, W. A., & Silva, S. R. da. (2018). Determinantes da Estrutura de Capital de Empresas Brasileiras: Uma Análise Empírica das Teorias de Pecking Order e Trade-Off no Período de 2005 e 2014. Revista Ibero-Americana de Estratégia, 17(01) 130 - 144. <https://doi.org/10.5585/riae.v17i1.2542>.
- Henrique, M. R., Silva, S. B., & Saporito, A. (2021). Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Listadas na Bolsa de Valores do Brasil: uma Análise Empírica do Período de 2007 ao 2016. Gestão e Sociedade, 15(41), 4163-4193. <https://doi.org/10.21171/ges.v15i41.3451>.
- Hirdinis, M. (2019). Capital structure and firm size on firm value moderated by profitability. International Journal of Economics and Business Administration, 7(1), 174 - 191. <https://doi.org/10.35808/ijeba/204>.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review, 76(2), 323 - 329. <https://doi.org/10.2139/ssrn.99580>.
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Khan, S., Bashir, U., & Islam, M. S. (2021). Determinants of capital structure of banks: evidence from the Kingdom of Saudi Arabia. International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, 14(2), 2-18. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-04-2019-0135>.
- Komarev, I., Farouk Abdel Al, S., & Bose, S. (2019). *Capital Structure Determinants of MENA Banks*. SSRN Electronic Journal, 1 - 30. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3363621>.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. The Journal of Finance, 28(4), 911-922. <https://doi.org/10.2307/2978343>.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. The Journal of Finance, 32(2), 371-387. <https://doi.org/10.2307/2326770>.
- Masood, U., & Ansari, S. (2016). *Determinants of Capital Adequacy Ratio*. Pakistani Banking Sector. International Journal of Economics, Commerce, and Management, 4(7), 247-273.
- Mesquita, R., Fernandes, A. A. T., & Filho, D. B. F. (2020). *Uma Introdução à Regressão com Dados em Painel*. Revista Política Hoje, 29(1), 434-507.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. American Economic Review, 53(3), 433-443. <https://doi.org/10.2307/1809167>.
- Modiglian, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital ,Corporation Finance and the Theory of Investment. America Economic Association, 48(3), 261-927.
- Mota, A. G., & Custódio, C. (2021). Finanças da Empresa - Um Guia para a Análise e Decisão de Executivos. Manuel Robalo.
- Mutairi, A. A., & Naser, K. (2015). *Determinants of Capital Structure of Banking Sector in GCC: An Empirical Investigation*. Asian Economic and Financial Review, 5(7), 959-972. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr/2015.5.7/102.7.959.972>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, 13(2), 187 - 221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).

- Peixoto, A. F. S. (2017). A Estrutura de Capital da Indústria Hoteleira Em Portugal: Hotéis De 4 E 5 Estrelas. [Dissertação de Mestrado, Instituto Politécnico de Lisboa]. Repositório Institucional do Instituto Politécnico de Lisboa. <http://hdl.handle.net/10400.21/7236>.
- Prado, A. C. de O. (2021). Os Determinantes da Estrutura de Capitais: O caso das Empresas Brasileiras Não-Financeiras de Capital Aberto: Teoria dos Efeitos .Fiscais e dos Custos de Insolvência (Trade-Off), Teoria de Agência, Teoria da Assimetria de Informações e Teoria Baseada na Estratégia e no controlo. Dialética.
- Ramalho, J. R. P. (2019). A estrutura de capitais das empresas de serviços: Uma análise comparativa das empresas mais e menos intencivas no uso do fator. [Dissertação de Mestrado, Instituto Universitário de Lisboa]. Repositório Institucional do Instituto Universitário de Lisboa. <http://hdl.handle.net/10071/19427>.
- Ricca, L. T., Jucá, M. N., & Junior, E. H. (2021). Tax benefit and bankruptcy cost of debt. Quarterly Review of Economics and Finance, 81, 82-92. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2021.05.003>.
- Robichek, A., & Myers, S. (1966). Problema na Teoria da Estrutura Ótima de Capital. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1(2), 1–35. <https://doi.org/10.2307/2329989>.
- Ross, S. A. (1977). Determination of Financial Structure: The Incentive-signalling Approach. Bell Journal Econ, 8(1), 23 - 40. <https://doi.org/10.2307/3003485>.
- Santos, C. L. T. (2020). Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2007 a 2016. Aplicação prática da administração na economia global 3, 98–114. <https://doi.org/10.22533/at.ed.0542028097>.
- Sibindi, Anthenia, B. (2018). *Determinants of Bank Capital Structure: Evidence from South Africa*. Acta Universitatis Dambius, 14(5), 108 - 126.
- Silva, A., Santos, J. F., dos Ramos, R. S., & Freitas, M. A. L. (2020). Determinantes da estrutura de capital dos bancos Brasileiros. Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade, 9(2), 59 - 76. <https://doi.org/10.18028/rgfc.v9i2.7152>.
- Tahir, S. H., Naeem, M. A., Sabir, H. M., & Aslam, K. S. (2016). Capital structure and its major determinants: evidence from banking sector of Pakistan. African Journal of Economic and Sustainable Development, 5(2), 137 - 148. <https://doi.org/10.1504/ajesd.2016.076091>.
- Teixeira, L. (2012). Alteração da estrutura de capital nos períodos de racionamento de crédito: evidência empírica para Portugal. Dissertação de Mestrado, Universidade de Lisboa. Repositório Institucional da Universidade de Lisboa. <https://www.repository.utl.pt/handle/10400.5/4404>.
- Teixeira, N., Barros, A., & Leote, F. (2019). *Determinantes da estrutura de capitais do setor bancário angolano*. Repositório Institucional do Instituto Politécnico de Setúbal, 1–20. Acedido em Abril de 2022. <http://hdl.handle.net/10400.26/28405>.
- Terra, P. R. (2008). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. Revista de Administração e Contabilidade Da Unisinos, 5(2). <https://doi.org/10.4013/base.20082.07>.
- Timilsina, L. P. (2020). Determinants of capital structure in Nepalese commercial banks. International Research Journal of MMC, 1(1), 50–70. <https://doi.org/10.3126/irjmmc.v1i1.34119>.
- Vu, T. M. T., Tran, C. Q., Doan, D. T., & Le, T. N. (2020). Determinants of capital structure: The case in Vietnam. Journal of Asian Finance, Economics and Business, 7(9), 159 - 168. <https://doi.org/10.13106/JAFEB.2020.VOL7.NO9.159>.
- Zavertiaeva, M., & Nechaeva, I. (2017). Impact of Market Timing on the Capital Structure of Russian Companies. Journal of Economics and Business, 92, 10 - 28. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2017.04.001>.