



LUZIA CONGO  
MIGUEL NUNES  
FILA

**DECISÕES SOBRE A ESTRUTURA  
DE CAPITAL: INSTITUIÇÕES  
BANCÁRIAS EM ANGOLA**

Relatório de Dissertação do Mestrado em  
Contabilidade e Finanças

**ORIENTADOR**

Professor Doutor, Francisco José Mendes Leote

Julho 2023

LUZIA CONGO  
MIGUEL NUNES  
FILA

**DECISÕES SOBRE A ESTRUTURA  
DE CAPITAL: INSTITUIÇÕES  
BANCÁRIAS EM ANGOLA**

**JÚRI**

*Presidente:* (Grau, Nome, Instituição)

*Orientador:* (Grau, Nome, Instituição)

*Vogal:* (Grau, Nome, Instituição)

*Vogal:* (Grau, Nome, Instituição)

(Fonte Arial, regular, corpo 11)

Julho 2023

## **AGRADECIMENTOS**

Esta dissertação é fruto de um longo processo, muito enriquecedor a todos os níveis, e contou com a ajuda de várias pessoas.

Primeiramente, agradeço à Deus, pelo dom da vida e por sempre iluminar o meu caminho.

Ao meu esposo, João Fila, por todo amor e apoio incondicional, por acreditar em mim, mesmo quando à conclusão deste mestrado parecia impossível.

Aos grandes amores da minha vida, meus filhos, Paulino Fila, William Fila, Cássia Fila e Domingos Fila, por toda compreensão, paciência e presença. Com eles, aprendo todos os dias a conquistar o essencial e livrar-me do trivial.

Ao professor Francisco Leote, meu orientador, por toda disponibilidade, correções e partilha do conhecimento, o meu muito obrigado.

Ao corpo docente do Instituto Politécnico de Setúbal (IPS), que com o seu conhecimento contribuíram para a concretização desta etapa da minha vida. Desejo também agradecer de forma especial, à professora Márcia Santos, que com um só e-mail, deu-me o combustível necessário para continuar e acreditar na conclusão desta dissertação.

À minha mãe, Anastácia Nunes, por ser o meu maior exemplo de fé, dedicação e persistência, por me mostrar que as boas escolhas, nos conduzem a um caminho de realizações e felicidade. Aos meus irmãos, obrigado por todo apoio e preocupação.

Aos colegas desta grande jornada, pela partilha de conhecimento e experiências, pela força nos momentos de grande tensão. Em especial à Helene dos Passos, à Lyudimila de Almeida e ao José Freitas.

A todos, que direta ou indiretamente contribuíram para a realização deste sonho, o meu muito obrigado.

## RESUMO

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

O estudo incidi sobre uma amostra de 20 bancos, inseridos num contexto macroeconómico caracterizado por recessões económicas, derivadas das crescentes baixas do preço do petróleo. Os dados foram retirados das demonstrações financeiras dos bancos em análise, auditadas e publicadas nas suas bases eletrónicas e do relatório económico de Angola, publicado anualmente pelo Centro de Estudos e Investigação Científica (CEIC) da Universidade Católica de Angola (UCAN). Estes dados foram tratados no *Microsoft Excel*, onde se calculou diversos rácios financeiros, e resultou uma base de dados em painel.

Ao produzir um painel de dados não balanceado, o estudo recorre a estimação com efeitos fixos e efeitos aleatórios para analisar a relação entre o endividamento total (variável dependente) e as variáveis independentes, que incluem a taxa efetiva de imposto, o risco do negócio, a dimensão, a tangibilidade, a taxa de crescimento, a rendibilidade, a reputação dos bancos e a inflação.

Os resultados do estudo sugerem que a taxa efetiva de imposto, o risco do negócio, a dimensão, a reputação do banco, a taxa de crescimento e a inflação apresentam relações positivas com o endividamento total. A tangibilidade e a rendibilidade mostram-se negativamente relacionadas ao endividamento total. Empiricamente a definição da estrutura de capital dos bancos angolanos foi influenciada significativamente por fatores internos como a taxa efetiva de imposto, a dimensão, a rendibilidade e por fatores macroeconómicos como a inflação.

**Palavras-Chaves:** Fatores Determinantes, Estrutura de Capital, Endividamento, Instituições bancárias, Angola,

## **ABSTRACT**

The definition of capital structure is one of the most important tasks of financial managers in this modern era. This study aims to analyze and identify the factors that influence decisions on the capital structure of the banking sector in Angola for the period 2015 to 2019.

The study focuses on a sample of 20 banks, inserted in a macroeconomic context characterized by economic recessions, derived from the growing falls in the price of oil. The data were taken from the financial statements of the banks under analysis, audited and published in their electronic databases and from the economic report of Angola, published annually by the centre for Studies and Scientific Research (CEIC) of the Catholic University of Angola (UCAN). These data were processed in Microsoft Excel, where various economic and financial ratios were calculated, and resulted in a panel database.

By producing an unbalanced data dashboard, the study uses fixed-effects and random-effects estimation to analyze the relationship between total indebtedness (dependent variable) and independent variables, which include the effective tax rate, business risk, size, tangibility, growth rate, profitability, reputation of banks, and inflation.

The results of the study suggest that the effective tax rate, business risk, size, reputation of the bank, growth rate and inflation have positive relationships with total indebtedness. Tangibility and profitability are negatively related to total indebtedness. Empirically, the definition of the capital structure of Angolan banks was significantly influenced by internal factors such as the effective tax rate, size, profitability, and macroeconomic factors such as inflation.

**Key words:** Determining Factors, Capital Structure, Indebtedness, Banking institutions, Angola.

## ÍDICE GERAL

ÍDICE DE GRÁFICO.....viii

ÍDICE DE TABELAS .....viii

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS.....ix

INTRODUÇÃO ..... 1

**CAPÍTULO I. REVISÃO DE LITERATURA ..... 4**

1.1. Estrutura de Capital e suas Perspetivas Pioneiras..... 4

1.1.1. Conceito ..... 4

1.1.2. Perspetiva tradicional ou clássica ..... 5

1.1.3. Perspetiva de Modigliani e Miller-1958 ..... 6

1.2. Teorias Explicativas da Estrutura de Capital ..... 8

1.2.1. Teoria do efeito fiscal ..... 9

1.2.2. Teoria do Custo de Falência ..... 12

1.2.3. Teoria do Trade-Off ..... 13

1.2.4. Teoria da Agência ..... 14

1.2.5. Teoria da Sinalização ..... 17

1.2.6. Teoria da Hierarquização das Fontes de Financiamentos (*Pecking Order Theory*)  
17

1.2.7. Teoria das Janelas de Oportunidade (*Market Timing Theory*)..... 19

1.3. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital. Evidência Empírica. .... 22

1.4. Enquadramento Geográfico, Económico e Financeiro de Angola ..... 26

1.4.1. Situação geográfica ..... 26

1.4.2. Crise do petróleo - Enquadramento macroeconómico de Angola no período de  
2015 a 2019 ..... 27

1.4.3. Setor bancário em Angola ..... 28

**CAPÍTULO II. OBJETIVOS E METODOLOGIA ..... 36**

2.1. Objetivos ..... 36

2.2. Definição da Amostra e Recolha de Dados ..... 36

2.3. Definição das Hipóteses de Investigação e das Variáveis ..... 37

2.4. Metodologia ..... 40

<b>CAPÍTULO III: RESULTADOS E DISCUSSÃO .....</b>	<b>43</b>
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>50</b>
<b>Limitações e sugestões para futuras investigações.....</b>	<b>51</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>52</b>

## ÍDICE DE GRÁFICO

GRÁFICO 1. EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE BANCOS EM ANGOLA .....	31
GRÁFICO 2. EVOLUÇÃO DA ESTRUTURA DO ATIVO (EM MILHÕES DE KWANZAS).....	32

## ÍDICE DE TABELAS

TABELA 1. IMPACTO DO EFEITO FISCAL NO VALOR DE UMA EMPRESA .....	10
TABELA 2. RESUMO DAS TEORIAS SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL .....	21
TABELA 3. PREVISÃO DE CRESCIMENTO DA ECONOMIA ANGOLANA .....	28
TABELA 4. INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS BANCÁRIAS A ATUAR EM ANGOLA EM 2019 .....	30
TABELA 5. COMPOSIÇÃO E EVOLUÇÃO DOS PASSIVOS (%), 2015-2019.....	33
TABELA 6. EVOLUÇÃO DOS RÁCIOS DE SOLVABILIDADE, TRANSFORMAÇÃO E CRÉDITO MALPARADO (%) .....	34
TABELA 7. RESUMO DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES EM ESTUDO.....	39
TABELA 8. DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL E RESPETIVOS SINAIS ESPERADO .....	39
TABELA 9. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS EM ANÁLISE, NO PERÍODO DE 2015 A 2019.....	44
TABELA 10. REGRESSÕES. RESULTADOS DAS VARIÁVEIS EM ANÁLISE NO PERÍODO DE 2015 A 2019.....	47
TABELA 11. COMPARAÇÃO DOS DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DO SETOR BANCÁRIO EM ANGOLA NOS PERÍODOS 2007 A 2011, E 2015 A 2019. ....	49

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

WACC	<i>Weighted Average Costo of Capital</i> (custo médio ponderado do capital)
EBIT	<i>Earnings Before Interest and taxes</i> (resultado antes de gastos financeiros e impostos)
EBT	<i>Earnings Before Taxes</i> (resultado antes de impostos)
IRC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
VAL	Valor Atual Líquido
PIB	Produto Interno Bruto
EUA	Estados Unidos da América
CEIC	Centro de Estudos e Investigação Científica
UCAN	Universidade Católica de Angola
REB	Rendibilidade Esperada pelos acionistas da empresa B
REA	Rendibilidade Esperada pelos acionistas da empresa A
MENA	Região do Médio Oriente e Norte de África
OPEP	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
BAI	Banco de Investimento de Angola
BCA	Banco Comercial de Angola
BNA	Banco Nacional de Angola
BFA	Banco de Fomento de Angola
BODIVA	Bolsa de Dívida e Valores de Angola
REP	Reputação
TEI	Taxa Efetiva de Imposto
INFL	Inflação

## INTRODUÇÃO

O crescimento sustentado a longo prazo constitui a meta das empresas, sendo isto possível com investimentos contínuos. Para tal, os gestores podem captar financiamentos através de dívidas, ou por capitais próprios (Amidu, 2007; Timilsina, 2020). Uma perfeita combinação de dívida e de capital próprio, torna-se vital para a sustentabilidade financeira da empresa e a sua afirmação no mercado. Razão pela qual escolheu-se e considerou-se pertinente o desenvolvimento do tema “Decisões sobre a Estrutura de Capital: Instituições Bancárias em Angola”.

As decisões sobre a estrutura de capital das empresas, tem sido um assunto muito discutido por vários investigadores ao longo do tempo. Desde a sua origem, a teoria financeira clássica e tradicional defende a existência de uma estrutura de capital ótima que maximiza o valor da empresa, baseada nas imperfeições do mercado (Durand, 1952). Porém, *Mondigliani & Miller* (1958) defendem a irrelevância da estrutura de capital no valor da empresa, com base no pressuposto da perfeição do mercado. Essa nova perspectiva fascinou e inspirou os investigadores na área de finanças, originando várias teorias que analisam como os gestores financeiros definem os níveis de capitais alheios ou próprios na estrutura de capital. Contudo, os resultados não são homogêneos, deixando margem para a continuação de estudos nesta área.

Relativamente à realidade de Angola, e sobretudo o setor bancário, há escassez de estudos sobre as decisões da estrutura de capital. Destaca-se o mais recente estudo de Barros (2014), que incidiu no período de 2009 a 2011, numa conjuntura de crescimento económico acelerado do país. Por este facto, considera-se também justificável o desenvolvimento desta investigação, que pretende suprir a lacuna existente e acrescentar à literatura, contribuições para o estado da arte, estudando um período de crise económica.

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. O que enaltece a importância da realização deste estudo, que permite compreender como os gestores financeiros dos bancos combinam e escolhem os tipos de financiamento, e, que fatores influenciam tais decisões perante esta crise económica.

Neste sentido o principal objetivo desta dissertação é o estudo sobre as decisões de financiamento das instituições financeiras bancárias em Angola, bem como identificar as variáveis determinantes destas decisões. Igualmente 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;

Em termos de metodologia, e com o propósito de atingir os objetivos referidos, o estudo recorre à regressão com dados em painel. No que diz respeito à amostra, recolheu-se dados de 20 bancos que representam 77% do setor bancário em Angola. O estudo incidiu no período 2015 a 2019, caracterizado por crise económica devido ao impacto da crise do petróleo em Angola.

Quanto à estrutura, a dissertação, para além da introdução, apresenta mais três capítulos e por fim a conclusão.

O capítulo I- revisão da literatura, compreende quatro subcapítulos: a estrutura de capitais e suas teorias pioneiras; as teorias explicativas da estrutura de capitais; os determinantes da estrutura de capitais do setor bancário – evidências empíricas e o enquadramento geográfico, económico e financeiro de Angola.

O capítulo II- metodologia e objetivos, mencionará os objetivos do estudo, a definição das variáveis dependentes e independentes, a recolha de dados e a amostra, bem como detalhará a metodologia adotada.

No capítulo III- apresentação e discussão dos resultados, exporá as estatísticas descritivas das variáveis em análise, os resultados das estimativas obtidas por meio da aplicação da regressão com efeitos fixos e por meio da aplicação da regressão com efeitos aleatórios.

A conclusão, por fim, apresentará os pontos essenciais deste estudo, tal como os resultados da investigação, e os seus contributos para o estado da arte. Serão ainda, apresentadas neste ponto, as várias limitações da investigação e as sugestões para estudos futuros.

# CAPÍTULO I. REVISÃO DE LITERATURA

## 1.1. Estrutura de Capital e suas Perspetivas Pioneiras

### 1.1.1. Conceito

A Estrutura de Capital, dentro de uma organização, está 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, à 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, são conceitos diferentes. A estrutura financeira<sup>1</sup> contempla a relação entre o total do passivo da empresa e o seu ativo total. É mensurado pelo rácio de alavancagem financeira<sup>2</sup>. Porém, a estrutura de capital apresenta 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

---

<sup>1</sup> Para atingir o objetivo de investigação, este estudo considera e utiliza o conceito de estrutura financeira.

<sup>2</sup> Alavancagem Financeira = Passivo/Ativo. A alavanca financeira, compreende o efeito financeiro de crescimento da rendibilidade dos capitais próprios (RCP), também conhecida por ROE ou “*Return on Equity*”, que se traduz pelo aumento do endividamento.

capital ótima deverá por um lado, maximizar o valor total de mercado da empresa<sup>3</sup> e, por outro, minimizar o custo médio ponderado do capital (WACC)<sup>4</sup>(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 as suas características específicas.

A literatura apresenta duas perspetivas pioneiras sobre a estrutura de capital, que até então, servem como base de toda literatura empírica nesta área.

### **1.1.2. 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) e 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.

---

<sup>3</sup> Valor de mercado da empresa = valor do capital próprio + valor do capital alheio. O termo valor de investimento, será utilizado para significar o valor descontado de um fluxo de rendimento esperado.

<sup>4</sup> WACC é a taxa de retorno exigida, pois expressa o retorno que os acionistas e obrigacionistas exigem para fornecer capital à empresa.

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 rendabilidade, 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.

### **1.1.3. Perspectiva de Modigliani e Miller-1958**

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)<sup>5</sup>.

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, conseqüentemente, maximiza o seu valor. Deste modo, os autores opõem-se à perspectiva tradicional, que defende a relevância da estrutura de capitais no valor da empresa.

Esta perspectiva é alicerçada num cenário de mercado de capitais perfeito<sup>6</sup> e assim cria-se um conjunto de pressupostos simplificadores da realidade, entre os quais se encontram os seguintes:

---

<sup>5</sup> Professores universitários que estudaram o tema estrutura de capitais de forma intensa. Passados seis anos da introdução da abordagem tradicional, publicam um artigo, que até então, é considerado o maior exemplo de um clássico na literatura financeira. O artigo mudou a forma como os problemas financeiros são formulados, o que o torna essencial não apenas para os investigadores de finanças e economia, mas de todas as áreas administrativas.

<sup>6</sup> Mercado onde os preços são fixados pelo próprio mercado, sendo que nenhum agente (vendedor e comprador), pode influenciar os preços dos títulos. É caracterizado também pela

- 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. Neste sentido, sob certas condições de mercado perfeito, o investidor consegue ganhos livres de risco, comprando títulos da empresa subvalorizada e vendendo títulos da empresa supervalorizada (argumento de arbitragem de um investidor maximizador de riqueza). O efeito acumulado da oferta e da procura leva a um ponto de equilíbrio, no qual os valores das duas empresas são iguais (Terra, 2008).

Na segunda preposição, Modigliani & 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. Passados trinta anos após a publicação desta preposição, Miller, (1988) confirma que os ganhos que podem ser obtidos com a utilização de mais dívida, como fonte de financiamento mais barata, seriam compensados pelo custo correspondentemente mais elevado do capital próprio, agora mais arriscado.

Relativamente ao custo médio ponderado (WACC), deve-se manter constante, para que o valor da empresa continue independente do endividamento como sugere a primeira preposição. Para tal, os acionistas aumentam a rentabilidade exigida devido ao incremento do risco financeiro, resultante do aumento da dívida. Assim a diminuição do

---

ausência de custo de transação e de falência, ausência de impostos e a informação está disponível de igual modo para todos os participantes. Miller chamou esta realidade como o “mundo ideal dos economistas”.

peso do capital próprio no capital, compensa o aumento da taxa de rendimento associada ao cálculo do custo médio ponderado (Florim, 2016; Peixoto, 2017).

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.

Para Terra (2008), a maior contribuição de Modigliani e Miller, foi clarificar que o objeto de estudo das finanças era as decisões de investimento e de financiamento.

Esta perspectiva, 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.

O mundo não é real sem imposto, entretanto, alguns críticos afirmaram que o processo de arbitragem (como referido na preposição I), forçaria o processo de equivalência dos valores das empresas mesmo sob existência de impostos (Terra, 2008; Ayange et al., 2021).

Neste contexto, Modigliani & Miller (1963), reconhecem o seu equívoco e publicam uma correção<sup>7</sup> do artigo original, onde aplicam o modelo à realidade. E 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).

## **1.2. 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.

Tendo como base as limitações apresentadas pela perspectiva tradicional de Durand (1952) e pelo trabalho de Modigliani & Miller (1958), várias teorias foram desenvolvidas, ao longo do tempo. Tais como: 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 &

---

<sup>7</sup> Com o Título, *Corporate Income Tax and the Cost of Capital: A Correction* publicado no *The American Economic Review*.

Meckling, 1976); v) a teoria da sinalização (Ross, 1977); vi) a teoria de *pecking order* (Mayers & Majluf, 1984); vii) a teoria de *market timing* (Baker & Wurgler, 2002).

### **1.2.1. Teoria do efeito fiscal**

Modigliani e Miller (1963) desenvolvem 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.

Neste artigo Modigliani & Miller (1963), mantêm os restantes pressupostos de um mercado perfeito, mas reconhecem a existência de ineficiências nos mercados, denotando a presença de impostos sobre o rendimento na definição da estrutura de capitais. 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 acionistas. 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).

O exemplo a seguir (ver tabela 1), permite ilustrar o efeito do benefício fiscal no valor da empresa.

Tabela 1. Impacto do efeito fiscal no valor de uma empresa

Nº	Descrição	Empresa não endividada (A)	Empresa endividada a 50% (B)
1	Ativo líquido	1000	1000
2	Capital próprio	1000	500
3	Capital alheio	0,00	500
4	Taxa de juros	0,00	4%
5	EBIT	120	120
6	Juros (3*4)	0,00	20
7	RAI (5-6)	120	100
8	IRC	21%	21%
9	Imposto sobre o rendimento (7*8)	25,2	21
10	Resultado líquido (7-9)	94,8	79
11	Rendibilidade dos Ativos <sup>8</sup>	9,48%	9,48%
12	Rendibilidade exigida pelos acionistas <sup>9</sup>	9,48%	11,81%
13	Poupança fiscal (6*8)	0,00	4,2
14	Valor da empresa <sup>10</sup>	1000	1105

**Obs:** Rendibilidade dos ativos =  $EBIT * (1 - 0,21) / \text{Ativo líquido}$ .  $REB = REA + (REA - i) * (1 - IRC) * CA/CP$ , sendo REB a rendibilidade exigida pelos acionistas da empresa B; REA a rendibilidade exigida pelos acionistas da empresa A; i a taxa de juro; CA e CP apresentam o capital alheio e próprio respetivamente.

Fonte: Elaboração própria, com base dados de (Mota & Custódio, 2021)

Na tabela 1, estão apresentadas duas empresas, a não endividada (A) e a endividada (B). A empresa B, obtém um ganho de 4,2 unidades monetárias (u.m.), que resulta da multiplicação dos juros pela taxa de imposto sobre o rendimento (IRC). Este ganho representa a poupança fiscal que os juros proporcionam, e beneficia os acionistas.

<sup>8</sup> No cálculo da rendibilidade dos ativos pressupõe-se que o EBIT representa o *cash flow* liberto anualmente pelo projeto (implica variação nula do *working capital* e que os investimentos anuais de substituição são iguais ao valor das amortizações).

<sup>9</sup> Para empresa não endividada (A), assume-se que numa situação de equilíbrio, a rendibilidade dos ativos será igual à rendibilidade exigida pelos acionistas.

<sup>10</sup> O valor da empresa B (VB), é dado pela fórmula:  $VB = VA + (CA * IRC)$ , sendo VB o valor da empresa B; VA o valor da empresa A; CA o capital alheio e IRC a taxa de imposto sobre o rendimento. Ou seja, é igual ao valor da empresa não endividada mais o valor atual dos benefícios fiscais, assumindo que estes são atualizados à própria taxa de juro.

Pressupondo que a poupança fiscal é perpetua<sup>11</sup>, o valor atual da poupança fiscal será de 105 u.m. (4,2/0,04). Assim observa-se um aumento de 105 u.m. no valor da empresa B para 1105 u.m. (1000 + 105), e conseqüentemente no valor do capital próprio para 605 u.m. (500 +105), conforme formalizada na equação 1:

$$VB = \frac{EBIT * (1 - IRC)}{REA} + \frac{REA * CA * IRC}{REA} \quad (1)$$

Em que:

- VB representa o valor da empresa B,
- EBIT representa o resultado antes do juro e do imposto da empresa A,
- IRC representa a taxa de imposto sobre o rendimento,
- REA representa a rendibilidade exigida pelos acionistas da empresa A,
- CA representa o capital alheio da empresa B.

Considerando que:

$$VA = \frac{EBIT * (1 - IRC)}{REA} \quad (2)$$

Em que VA representa o valor da empresa A e as outras variáveis têm o significado anteriormente referido.

Substituindo a equação 2 em 1, obtém-se a terceira equação:

$$VB = VA + CA * IRC \quad (3)$$

Assim o valor da empresa endividada (B) será:

$$VB = 1000 + (500 * 0,21) = 1105 \quad (4)$$

Pode-se constatar que os acionistas da empresa B reagem, exigindo uma rendibilidade de 11,81% superior a rendibilidade exigida à empresa A (9,48%), em consequência do agravamento do risco associado ao endividamento.

---

<sup>11</sup> Se a dívida vence, a empresa substitui a dívida de 500, por uma nova de montante igual.

Mota & Custódio (2021), estudam a preposição II da perspectiva de Modigliani & Miller (1958), com a introdução do efeito fiscal, e concluem que o aumento no valor da empresa B, induzido pelo endividamento, está também refletido no WACC, que diminui, face aos 9,48% no caso de não endividamento.

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). Os gestores financeiros devem adotar certos limites no que toca ao endividamento, acautelando o aumento da probabilidade de falência<sup>12</sup>.

### **1.2.2. 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 desenvolvido 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, devido à descida do valor das ações.

Segundo Kraus & Litzenberger (1973), os custos de falência podem ser muito elevados para as empresas. Com a sua introdução na discussão sobre as decisões de financiamento, a abordagem dos benefícios fiscais resultantes da captação de fundos alheios perde consistência. Porém Miller (1977) contraria este argumento, ao afirmar que os custos de falência não devem ser considerados, porque são muito pequenos, comparativamente às vantagens fiscais da utilização do endividamento.

Apesar desta contrariedade, 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; Phuong & Nguyen, 2019; 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 do endividamento (Ricca et al., 2021).

---

<sup>12</sup> Genericamente a falência pode ser definida como um mecanismo legal, que permite aos credores assumirem o controlo da empresa, quando a descida do valor dos ativos provoca o incumprimento. Ou seja, os cash-flows operacionais são insuficientes para cumprir as obrigações assumidas pela empresa.

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 percepção 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).

### **1.2.3. 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. Pois oferece vantagens à empresa, por meio do efeito fiscal proveniente do seu custo. Isto 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.

Em finanças, muitas vezes os gestores financeiros são obrigados a fazer “*trades-offs*”, que significa optar por uma situação em detrimento da outra. A título de exemplo, a empresa pode escolher entre maximizar os benefícios fiscais da dívida, ou minimizar os custos de falência gerados pela utilização de mais dívida. A problemática em torno de uma combinação perfeita entre benefícios e custos é o centro da teoria do *trade-off*, que vem confirmar mais realismo aos vários estudos sobre a estrutura de capital (Peixoto, 2017). Este facto é confirmado por Bajaj et al. (2020), que analisam a literatura sobre as teorias da estrutura de capital dos últimos 21 anos. Estes autores destacam o domínio da

teoria do *trade-off* para elucidar a estrutura de capital das empresas, no atual ambiente comercial dos países desenvolvidos e em desenvolvimento.

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 sejam compensados pelos custos de falência esperados (Santos, 2020). Khan et al. (2021) afirmam que de acordo com esta teoria, estrutura de capital ótima resulta por meio da avaliação dos custos e benefícios de um dólar adicional da dívida.

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.

#### **1.2.4. Teoria da Agência**

A abordagem baseada nos custos de falência e nos benefícios fiscais provenientes do endividamento (teoria do *trade-off*), apresentou limitações explicativas. Isto originou vários debates sobre o assunto, surgindo assim a teoria da agência, que inicialmente teve como percursores Jensen & Meckling (1976)<sup>13</sup>. Para os autores, 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. Porém, a soma dos custos de agência pode ser minimizada através de uma estrutura de capital ótima.

De acordo com Prado (2021), se de um lado estão os acionistas, que têm como objetivo a maximização do capital próprio e assim arriscam mais, por outro, os gestores que

---

<sup>13</sup> Jensen e Meckling, publicam em 1976 o artigo “*The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*”.

apostam 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.

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

A relação de agência é um contrato, ao abrigo do qual os acionistas delegam alguma autoridade de tomada de decisões ao gestor, com a finalidade de realizar algum serviço em seu nome. Os conflitos de agência ocorrem quando os gestores procuram maximizar os seus interesses, em detrimento dos interesses dos acionistas, garantindo assim a segurança no emprego e a riqueza pessoal (Jensen & Meckling, 1976). Destes conflitos de interesse resultam os custos de agência do capital próprio, como consequência da separação entre a propriedade e a gestão da empresa (Peixoto, 2017).

Segundo Jensen & Meckling (2019), os custos de agência do capital próprio, compreende o somatório de três custos, nomeadamente:

1. As despesas de controlo das atividades do gestor pelo acionista;
2. As despesas de caução do gestor, ou seja, despesas realizadas pelo gestor para justificar que a sua atuação não prejudica o acionista;
3. As perdas residuais, que ocorrem pela divergência entre as decisões tomadas pelo gestor e as que maximizam a riqueza do acionista.

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.

Os conflitos entre acionistas e gestores tendem a instaurar-se quando existe excesso de fluxos de caixa na empresa (Jensen, 1986). Para os acionistas da empresa, o excesso de dinheiro deve ser distribuído na forma de dividendo, ao passo que, para os gestores o excedente de *cash-flow* deve ser aplicado em novos projetos de investimento, visando o crescimento da empresa (Jensen & Meckling, 2019).

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, associado ao incremento do nível de endividamento, nomeadamente:

- Substituição de ativos - os acionistas assumem projetos de elevado risco, até mesmo, com VAL (valor atual líquido) negativo, uma vez que, a sua responsabilidade sobre os recursos alheios aplicados na empresa é limitada. Neste caso, os resultados negativos dos projetos de investimento são assumidos pelos credores, visto que a maioria do investimento foi realizado por eles.

- Decisões de Miopia – os acionistas podem preferir investimentos que geram resultados num curto prazo, em prol de projetos de investimento mais rentáveis, cujo horizonte temporal é de longo prazo.

- Decisões de subinvestimento - se o nível do endividamento for elevado na empresa, os acionistas podem rejeitar projetos de investimento com VAL positivo, uma vez que, a maior parte dos resultados seriam captados pelos credores. Para Prado (2021), quanto maior for o investimento da empresa em ativos, com oportunidade de crescimento, menor deverá ser o financiamento com capital alheio, indicando uma relação negativa entre oportunidade de crescimento e endividamento.

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.

A teoria da agência não dá um suporte empírico necessário à definição da estrutura de capital na empresa, surgindo outras abordagens baseadas na influência sobre as decisões de financiamento (Prado, 2021).

### **1.2.5. 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 de *pecking order*, e da teoria da sinalização.

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, 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, 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. Tal ocorre porque, por norma, elevados níveis de dividendos é encarado como um sinal positivo, sinalizando para os investidores que o negócio está a evoluir favoravelmente e assim, a empresa consegue gerar fluxos de caixa suficiente (Leland & Pyle, 1977; Ross, 1977).

### **1.2.6. Teoria da Hierarquização das Fontes de Financiamentos (*Pecking Order Theory*)**

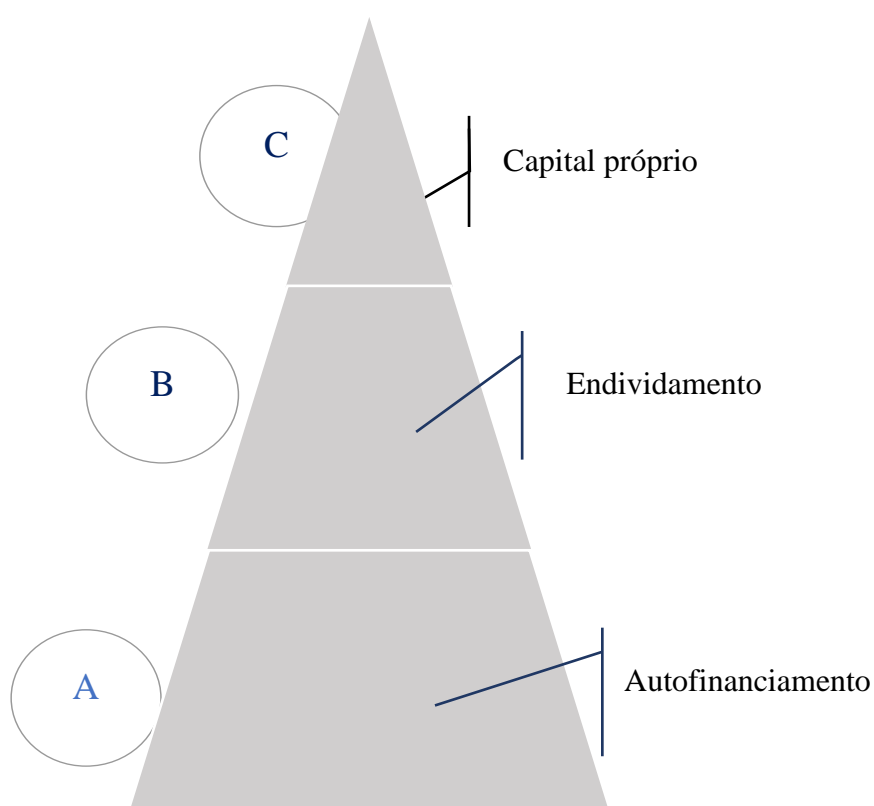
A teoria da hierarquização das fontes de financiamento foi inicialmente definida nos estudos de Donaldson (1961) e, vinte e três anos depois desenvolvida por (Myers & Majluf, 1984). De acordo a teoria de *pecking order*, a estrutura de capital de uma empresa, traduz-se no resultado de decisões ótimas 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* e outras.

As decisões ótimas de financiamento são tomadas com base nas necessidades, na disponibilidade de recursos e no risco (Teixeira, 2012). As empresas adotam uma

hierarquia de preferências de financiamento, desde as menos arriscadas às mais arriscadas (Ayange et al., 2021).

A figura 1, apresenta a pirâmide da hierarquização das fontes de financiamento existentes, nomeadamente, o autofinanciamento, endividamento e capital próprio, definida em função do risco. Para evitar a assimetria de informação e a exposição às influencias 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).

Figura 1. Pirâmide das fontes de financiamento de acordo como o risco.



Fonte: Adaptado de Peixoto (2017)

Segundo esta teoria, as decisões ótimas tomadas pelos administradores 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). Os *insiders* estão mais informados sobre as respetivas empresas do que os *outsiders*, e por isso podem apresentar resistência em emitir ações quando os preços estão demasiados baixos.

As empresas devem priorizar as fontes de financiamento internas em prol das fontes externas, recorrendo primeiramente ao autofinanciamento e, somente se os recursos internos 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).

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 improdutividade da empresa. O que pressupõe uma relação negativa entre a rentabilidade e o endividamento.

### **1.2.7. 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 pesquisar as flutuações temporárias no custo do capital próprio em detrimento 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.

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 estarão mais incentivados em cronometrar o mercado, visto que a empresa poderá conseguir um encaixe a um custo menor.

Para Zavertiaeva & Nechaeva (2017) a estrutura de capitais de uma empresa está fortemente relacionada com as condições do mercado, sobretudo com os valores de mercado e suas flutuações. De acordo com os autores da teoria do *market timing*, a estrutura de capitais resulta do acumulado de tentativas do gestor em cronometrar o mercado de capitais. Isto significa que a empresa pode explorar uma “janela de oportunidade”, ou seja, aumentar o capital se as condições do mercado forem favoráveis para um tipo de capital.

Estudos empíricos sobre o *timing* do mercado de ações, mostraram a inconsistência dessa teoria nos mercados em desenvolvimento. Destaca-se a pesquisa de Zavertiaeva & Nechaeva (2017), que investigaram a influência do *market timing* de dívida e de ações sobre a estrutura de capitais das grandes empresas que operam no mercado russo em desenvolvimento. Os resultados sugerem que, no geral, as empresas russas não precisam cronometrar o mercado de ações, visto que têm outras formas de obtenção de financiamento. Especificamente, os resultados mostram, que as empresas russas com maior índice *market-to-book* têm menor alavancagem financeira.

O *market-to-book* é um rácio que representa a relação entre o valor contabilístico das empresas e o seu valor de mercado. Este último é 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. Por outra, se os valores do rácio forem menores, os gestores optam pelo endividamento, pois a empresa está subvalorizada (Peixoto, 2017).

**Tabela 2. Resumo das teorias sobre a estrutura de capital**

<b>Teorias/Autores</b>	<b>Contribuições</b>
Teoria do efeito fiscal (Modigliani & Miller, 1963)	Uma empresa pode obter vantagens ao se financiar com capital externo. Pois o endividamento acresce valor à empresa por meio do benefício fiscal decorrente do juro. E esta poupança fiscal, se reverte aos acionistas.
Teoria baseada nos custos de falência (Robichek & Myers, 1966)	O endividamento excessivo pode levar uma empresa ao incumprimento das suas obrigações com os credores, e conseqüentemente à falência. Neste sentido, os custos de falência são fatores determinantes da estrutura de capitais.
Teoria do trade-off (Kraus & Litzenberger, 1973)	Em cada empresa existe uma estrutura ótima de capital que maximiza o seu valor. Esta resulta da ponderação entre os benefícios fiscais e os custos de falência que podem ocorrer dos altos níveis de endividamento.
Teoria da agência (Jensen & Meckling 1976)	A estrutura de capitais resulta da mitigação dos conflitos de interesses entre gestores e acionistas, e entre estes últimos e credores. O endividamento é um mecanismo que pode diminuir estes conflitos, por significar uma obrigação contratual, que reduz a segurança no emprego, incentivando os gestores a alinhar os seus objetivos aos dos acionistas.
Teoria da sinalização (Ross 1977; Leland & Pyle 1977)	O acesso a diferentes informações por parte dos vários intervenientes (gestores, acionistas e credores) da empresa, bem como os sinais que a mesma dá aos diversos agentes externos, condiciona a definição de estrutura de capital.
Teoria pecking order (Myers 1984; Myers & Majluf 1984)	As empresas seguem uma seqüência hierárquica das fontes de financiamento ao estabelecerem a sua estrutura de capitais. Priorizam os recursos internos (autofinanciamento) e, só em caso de necessidade recorrem aos recursos externos (primeiro dívida e por última a emissão de ações).
Teoria <i>market timing</i> (Baker & Wurgler, 2002)	Os acionistas tentam a cronometrar o mercado, emitindo capitais próprios quando os preços são altos. As condições momentâneas dos mercados de capitais influenciam a escolha entre capitais próprios e alheios para financiar as atividades da empresa.

Fonte: Elaboração própria.

### 1.3. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital. Evidência Empírica.

Esta secção apresenta os principais fatores que apoiam as premissas das teorias da estrutura de capital e podem afetar as decisões de financiamento dos bancos. Nomeadamente, a taxa efetiva de imposto, rendibilidade do banco, o risco do negócio, a tangibilidade dos ativos, a dimensão do banco, o crescimento da atividade e, a reputação do banco. Também apresenta a taxa de inflação, como um fator externo à atividade dos bancos, que podem determinar a estrutura de capital.

#### – Taxa efetiva de imposto

O impacto dos impostos sobre o rendimento nas decisões de financiamento é um assunto muito abordado na literatura financeira. De acordo com a teoria do efeito fiscal, há uma relação positiva entre o imposto sobre o rendimento e o nível de endividamento das empresas (Modigliani & Miller, 1963). Para estes autores, o facto de os encargos financeiros serem dedutíveis fiscalmente para a determinação do lucro tributável, estimula as empresas a recorrer ao endividamento, visto que há um ganho fiscal. Muitos estudos empíricos corroboram que a taxa efetiva de impostos afeta significativamente as decisões de financiamento dos bancos (Amidu, 2007; Ayanda et al., 2013; Barros, 2014; Mutairi & Naser, 2015; Sibindi & Anthenia, 2018; Tran et al., 2020; Silva et al., 2020).

#### – Rendibilidade do banco

O impacto da rendibilidade das empresas na estrutura de capitais ou na escolha de capital próprio e dívida, difere de acordo com as teorias. A teoria de *pecking order* prevê uma relação negativa entre a rendibilidade das empresas e o endividamento. Pois, sugere que sob condições de assimetria de informação as empresas com maiores rendimentos devem utilizar recursos internos, e se necessário podem usar o capital alheio como último recurso (Myers & Majluf, 1984). De acordo com a teoria da sinalização, com a utilização de recursos internos no financiamento dos projetos, a empresa envia um sinal positivo ao mercado, mostrando deste modo um bom desempenho financeiro (Ross, 1977). A maioria dos estudos empíricos, confirmaram a relação negativa entre a rendibilidade dos bancos e o endividamento (Ayanda et al., 2013; Barros, 2014; Mutairi & Naser, 2015; Sheikh & Qureshi, 2017; Komarev et al., 2019; Silva et al., 2020; Khan et al., 2021). Porém, de acordo com a teoria do *trade-off*, existe uma relação positiva entre a rendibilidade das empresas e o endividamento. Isso

porque, o maior rendimento implica maiores níveis de dívidas e conseqüentemente menor risco para os credores. Por outra, lucros positivos antes de imposto, devem implicar altos níveis de endividamento para obter benefícios fiscais (Khan et al., 2021). Os estudos de Berger & Udell (2006) e Amidu (2007), que analisam os determinantes da estrutura de capitais dos Estados Unidos e do Gana respectivamente, concluem que o desempenho da empresa está positivamente relacionado com o endividamento.

#### -Risco do negócio

Os riscos que os bancos assumem, representam um dos principais fatores influenciadores das suas decisões de financiamento. A gestão diária do risco das carteiras de ativos, implica por parte dos bancos a obrigação de manter um certo capital regulatório. De acordo com a teoria da agência e do *trade-off*, existe uma relação negativa entre o risco do negócio da empresa e o endividamento. Pois, quando as empresas se expõem aos custos de falência, mais incentivadas estarão para reduzir o nível de endividamento na estrutura de capital, e conseqüentemente, não beneficiam do efeito fiscal da dívida (Kraus & Litzenberger, 1973). Ou seja, lucros instáveis, podem levar uma empresa a diminuir a sua capacidade de contrair dívida, visto que são maiores as probabilidades de entrar em risco de incumprimento face aos credores. À medida que a possibilidade de falência aumenta, os custos de agência relacionado ao endividamento tornam-se maiores (Grinblatt & Titman, 2002). Porém, os estudos empíricos apresentam resultados mistos. Por exemplo, Amidu (2007) e Ayanda et al. (2013) examinam os determinantes da estruturas de capitais dos bancos ganenses e nigerianos respectivamente, concluem que o risco operacional dos bancos estava negativamente relacionada com a dívida de curto prazo e positivamente relacionada com a dívida de longo prazo. Por outra, Silva et al. (2020) e Khan et al. (2021) em seus estudos sobre os determinantes da estrutura de capitais dos bancos sauditas e brasileiros, observam que tanto a dívida de curto prazo como a de médio e longo prazo estavam positivamente relacionadas com o risco do negócio.

#### \_ Tangibilidade dos ativos

De acordo com as teorias do *trade-off* e da agência, a quantidade de ativos físicos disponíveis na empresa pode determinar o acesso da mesma ao endividamento. A teoria do *trade-off* prevê que quanto mais ativos tangíveis a empresa possui mais tenderá a contrair empréstimo, visto que em caso de insolvência da empresa, podem ser

liquidados e garantir o pagamento da obrigação com os credores (Kraus & Litzenberger, 1973). A teoria da agência acresce sugerindo, que o endividamento com colateral<sup>14</sup>, reduz o custo da agência, ao mitigar os problemas de seleção adversa e o risco moral entre acionistas e credores (Jensen & Meckling, 1976). Os resultados dos estudos empíricos, contrariam as duas teorias, e evidenciam uma relação negativa entre os ativos tangíveis e o nível de endividamento dos bancos (Ayanda et al., 2013; Barros, 2014; Oliveira, 2018; Silva et al., 2020; Khan et al., 2021).

#### - Dimensão do banco

A teoria do *trade-off* postula que as maiores empresas são mais endividadas do que as menores (Myers & Majluf, 1984). Para os autores, quanto maior for a empresa em termos de ativos totais, mais diversificada será, e dessa forma estará menos propensa ao risco de incumprimento. Dada a menor probabilidade de o banco incorrer em dificuldades financeiras, a sua dimensão pode implicar menor risco de falência. O que pressupõe, uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o endividamento.

Na teoria dos custos de agência, Jensen & Meckling (1976) argumentam que as grandes empresas recorrem ao endividamento para mitigar os custos de agência. E supõem que as obrigações contratuais, assim como a monitorização pelos credores poderão diminuir o oportunismo dos gestores. Esta teoria corrobora com a teoria do *trade-off*. Além disso, de acordo com a teoria de *pecking order*, as empresas com maior dimensão, isto é, com recursos internos suficientes, geralmente recorrem a esses recursos, para financiar os seus investimentos (Myers & Majluf, 1984). Neste sentido, prevê uma relação negativa entre a dimensão e o nível de endividamento.

Os estudos empíricos sobre os determinantes da estrutura de capital dos bancos, fornecem resultados mistos. Por um lado, os estudos sobre a estrutura de capital dos bancos ganenses, nigerianos, angolanos, regiões do Médio Oriente e Norte da África (MENA), brasileiros e sauditas, constataram relações positivas entre a dimensão e o nível de endividamento (Amidu, 2007; Ayanda et al., 2013; Barros, 2014; Mutairi & Naser, 2015; Komarev et al., 2019; Silva et al., 2020; Khan et al., 2021). Por outro,

---

<sup>14</sup> Endividamento com colateral é um tipo de empréstimo, que consiste na apresentação de uma garantia por parte do devedor. Normalmente essa garantia são os ativos da empresa, que em caso de incumprimento, são utilizados para o pagamento da obrigação. A finalidade é a diminuição do risco para o credor, além de conceder condições mais atrativas para o acionista.

Komarev et al. (2019), evidenciam relações negativas entre a dimensão e a dívida médio e de longo prazo.

#### - Crescimento da atividade

As altas taxas de crescimento da atividade podem levar as empresas a procurar novas oportunidades de investimento e conseqüentemente, um maior uso dos seus recursos internos (Ramalho et al., 2019). Porém, o financiamento do investimento necessário implica muitas vezes o recurso ao endividamento, quando as fontes internas da empresa são insuficientes (Jensen & Meckling, 2019). Neste contexto, a teoria de *pecking order* prevê uma relação positiva entre a taxa de crescimento das empresas e o endividamento.

Komarev et al. (2019), salientam que “*no caso dos bancos, uma taxa de crescimento significativa, pode resultar da expansão da base de clientes e atrair depósitos de curto e longo prazo, aumentando assim endividamento*”. Estes autores confirmam o argumento da teoria de *pecking order*, ao evidenciarem que o aumento da taxa de crescimento está positivamente relacionado com o nível de endividamento total e de curto prazo dos bancos do Médio Oriente e do Norte de Africa. Outros trabalho de investigação, evidenciam relações negativas entre a dívida de longo prazo e a taxa de crescimento (Silva et al., 2020).

#### - Reputação dos bancos

Entende-se por reputação a boa imagem que o banco criou nos mercados em que atua, ou seja, a fidelidade do banco em cumprir com as suas obrigações (Rita, 2003). Para o autor, os gestores preocupados com a reputação dos bancos agem com cautela e tendem a alinhar os seus interesses ao dos acionistas, reduzindo assim os custos de agência. Por outra, estarão também mais interessados em investimentos mais seguros, preservando o bom nome do banco e o poder de negociação junto aos credores (Jensen, 1986). Este determinante da estrutura de capital foi pouco estudado a nível do setor bancário. De acordo com Barros (2014), a reputação não determinou significativamente as decisões de financiamento dos bancos angolanos, apesar de evidenciar uma relação positiva entre este determinante e o nível de endividamento.

#### - Taxa anual de inflação

A taxa de inflação integra num conjunto de variáveis macroeconómicas, externas à atividade dos bancos, que podem influenciar as decisões sobre a estrutura de capitais.

Muitos estudos procuram analisar a influência destes fatores nas decisões de financiamento das empresas (Terra, 2007; Anarfo, 2015; Rehman, 2016; Valer'evna, 2021; Khan et al., 2021).

A inflação compreende a subida generalizada dos preços dos bens e serviços num determinado período económico num país. Geralmente observa-se uma redução significativa no valor real do dinheiro, ou seja, compra-se menos bens e serviços do que antes ao período de inflação (Terra, 2007).

Nos cenários económicos caracterizados por fortes pressões inflacionistas, tende-se a verificar a depreciação do valor real da dívida, visto que, o valor nominal do dinheiro é reduzido em termos reais (Terra, 2007). Isto torna mais atrativo por parte dos gestores, o recurso ao capital alheio como fonte de financiamento, e assim, pode-se esperar uma relação positiva e significativa entre a inflação e o endividamento.

No entanto, Terra (2007) no seu estudo sobre a estrutura de capitais e fatores macroeconómico na América Latina, observou relações negativas entre a inflação e o endividamento, que provavelmente resultou da realização de contratos de empréstimo indexados ao nível de preços, o que põe em causa os ganhos de capital de valores nominais.

Por outra, para Anarfo (2015) existirá uma relação positiva e significativa entre a taxa de inflação e a estrutura de capital dos bancos, se a taxa for antecipada pela gestão. Taxas de inflação antecipadas, permitem aos gestores, ajustar as taxas de juros dos empréstimos concedidos e conseqüentemente aumentar o seu nível de endividamento. Isto ocorre porque as altas taxas de juros dos empréstimos concedidos aos clientes, aumentam o rendimento dos bancos.

## **1.4. Enquadramento Geográfico, Económico e Financeiro de Angola**

### **1.4.1. Situação geográfica**

Angola é um país situado na região ocidental da África Austral, a sul do equador, dispondo de uma extensão territorial com perto de 1.246.700 km<sup>2</sup>. Faz fronteira a Norte, com a República Democrática do Congo e a República do Congo, a Leste, a República do Congo e da Zâmbia, a Sul, a República da Namíbia e a Oeste, o Oceano Atlântico<sup>15</sup>. Administrativamente, possui 18 províncias, 163 municípios e 475 comunas (Martinho,

---

<sup>15</sup> De acordo com o portal oficial do governo da república de Angola. Em <https://governo.gov.ao/ao/angola/o-perfil-de-angola/>

2021). Em 2014, de acordo com o senso populacional realizado pelo Instituto Nacional de Estatística a população era de 24.383.301 habitantes, tendo registado nos últimos anos um crescimento exponencial. Em 2019, a população angolana atingiu cerca de 32.353.588 habitantes<sup>16</sup>. O país possui como língua oficial o português e vários grupos etnolinguísticos, que se expressam em quarenta e duas línguas nacionais, destacando-se o Kimbundo, o Kicongo, o Fiote, o Umbundo, o Nganguela, o Tchockwe, o kwanyama e o Nhaneca (Martinho, 2021).

#### **1.4.2. Crise do petróleo - Enquadramento macroeconómico de Angola no período de 2015 a 2019**

Desde os meados de 2014, que se assiste à queda do preço do barril de petróleo no mercado internacional, chegando a custar cerca de 30 dólares, quando em fevereiro do mesmo ano atingiu o pico de mais de 110 dólares (Beck, 2016). Segundo o autor, o ciclo negativo do preço do petróleo, resultou de muitos fatores, nomeadamente o aumento da oferta e em simultâneo a redução da procura nos mercados internacionais.

– Aumento da oferta de petróleo nos mercados internacionais. Facto justificável, por um aumento da produção de petróleo (de 10 para 14 milhões de barris por dia) nos EUA. Sendo que, quatro milhões de barris por dia, equivalem a produção conjunta dos três maiores países, produtores de petróleo em Africa (Nigéria, Angola, Líbia). O Iraque aumentou também a sua produção, de 3, 3 milhões de barris por dia, em 2014, para 4,3 milhões de barris, no final de 2015. Também pelo regresso do Irão ao mercado petrolífero, após serem levantadas as sanções impostas pelo grupo “5+1” (Estados Unidos, Reino Unido, França, China, Rússia e Alemanha). Importa realçar o facto, do Brasil aumentar significativamente a sua produção, bem como a preocupação da Arabia Saudita, em aumentar a sua quota de mercado.

– A redução da procura de petróleo nos mercados internacionais. O inverno no hemisfério norte foi tão ameno, que diminuiu a procura por gasóleo para aquecimento nos EUA, na Europa e no Japão. Outro facto não menos importante, a OPEP parece não conseguir travar a queda do preço do petróleo, uma vez, que a sua função é manter os preços altos para benefício dos produtores.

---

<sup>16</sup> Segundo dados do banco mundial (Banco Nacional para a Reconstrução e Desenvolvimento-BIRD e a Associação Internacional de Desenvolvimento- IDA). Em <https://www.worldbank.org/en/about/legal/privacy-notice>

Neste contexto, dada a clara dependência das receitas petrolíferas, a situação económica e financeira de Angola ficou difícil, tanto que o período 2016 a 2020, foi caracterizado por uma recessão resiliente (Centro de Estudos e Investigação Científica - Universidade Católica de Angola [CEIC - UCAN], 2021). Foi um período totalmente negativo, com as taxas de crescimento do PIB, a rondar os -2,6; -0,2; -1,7; -1,4 e -6,8 respetivamente, com efeitos drásticos nas finanças do Estado, nas finanças das empresas, no consumo privado e na balança de pagamento (CEIC - UCAN, 2021). A falta de divisas na economia, já era um facto, resultante não só da queda do preço do barril de petróleo, mas também da inexistência de alternativas sustentáveis de geração de receitas de exportação (CEIC - UCAN, 2017).

**Tabela 3. Previsão de crescimento da economia angolana**

<b>Rúbricas em %</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>Taxa de crescimento do PIB</b>	-6,97	-1,90	1,60	2,82
<b>Setor petrolífero</b>	-6,95	-5,15	4,38	5,38
<b>Setor não petrolífero</b>	-5,45	-0,67	0,64	1,58
<b>Diamantes</b>	-16,10	12,36	10,00	12,00

Fonte: (CEIC - UCAN, 2021).

Em suma, a economia angolana apresentou constantes recessões, que continuaram até 2021 e com uma possível retoma do crescimento económico em 2022<sup>17</sup>( ver a tabela 3).

### **1.4.3. Setor bancário em Angola**

O surgimento do setor bancário privado, foi impulsionado pela criação do Banco Angola de Investimento (BAI), e pelo Banco Comercial de Angola (BCA) em 1996. No período de 2001 à 2009, o setor desenvolveu-se significativamente, com o aparecimento de mais catorze bancos e em 2017 existia a uma cifra de vinte e nove instituições financeiras bancárias (CEIC - UCAN, 2021).

Em 2018, registou-se uma regressão do número de bancos existentes no país, devido ao encerramento do Banco MAIS, do Banco POSTAL e do Banco BANC. A dissolução dos dois primeiros bancos, deveu-se ao incumprimento das disposições do Aviso n.º 02/2018 do Banco Nacional de Angola, que definia um novo limite sobre o capital

<sup>17</sup> De acordo com as previsões do CEIC, no relatório económico de Angola em 2019/2020.

social mínimo dos bancos, passando de 2,5 mil milhões kz para 7,5 mil milhões de kz, e o último banco apresentou deficiências estruturais apuradas.

Até 2019, existiam vinte e seis instituições financeiras bancárias, em pleno funcionamento das suas atividades, contribuindo para o desenvolvimento económico de Angola.

O setor bancário em Angola, desempenha um papel crucial no desenvolvimento socioeconómico, sendo um dos mais estruturados, estáveis, robustos e rendáveis do país (CEIC - UCAN, 2021).

A tabela 4, apresenta a lista de bancos que compõem o setor, entre os quais, três de capital público e vinte e três de capital privado.

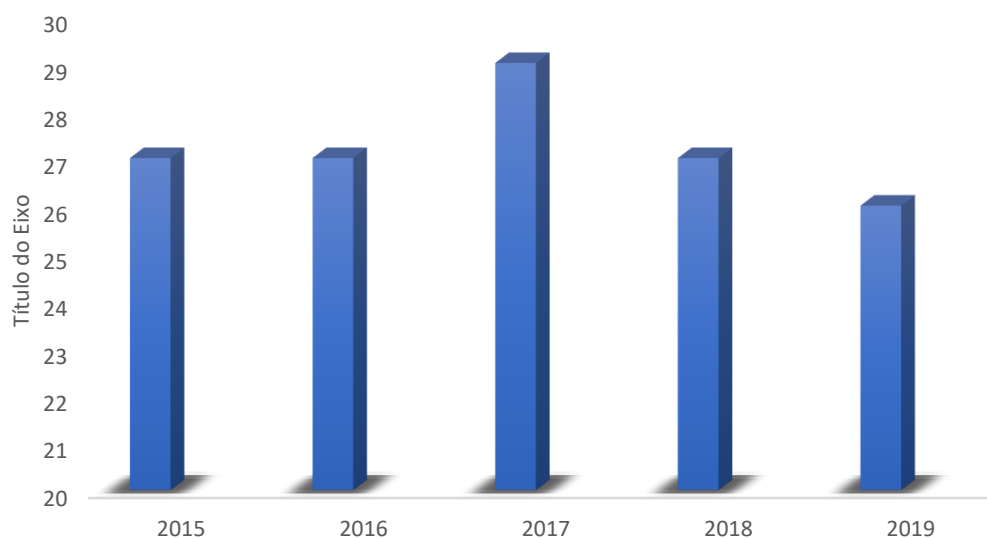
**Tabela 4. Instituições financeiras bancárias a atuar em Angola em 2019**

<b>Sigla</b>	<b>Nome</b>	<b>Início de atividade</b>	<b>Controlo de capital</b>
<b>BCI</b>	Banco de Comércio e Indústria, SA	1991	Público
<b>BPC</b>	Banco de Poupança e Crédito, SA	1991	Público
<b>BDA</b>	Banco de Desenvolvimento de Angola	2006	Público
<b>BCA</b>	Banco Comercial Angolano, SA	1996	Privado Nacional
<b>BAI</b>	Banco Angola de Investimentos, SA	1996	Privado Nacional
<b>SOL</b>	Banco Sol	2001	Privado Nacional
<b>BE</b>	Banco Económico, SA	2001	Privado Nacional
<b>BFA</b>	Banco de Fomento de Angola, SA	2002	Privado Nacional
<b>KEVE</b>	Banco KEVE, SARL	2003	Privado Nacional
<b>BMF</b>	Banco BAI Micro Finanças, SA	2003	Privado Nacional
<b>BIC</b>	Banco BIC, SA	2005	Privado Nacional
<b>BNI</b>	Banco de Negócios Internacional, SA	2005	Privado Nacional
<b>ATL</b>	Banco Millennium Atlântico, SA	2006	Privado Nacional
<b>BKI</b>	Banco Kwanza Investimento, SA	2007	Privado Nacional
<b>BCH</b>	Banco Comercial do Huambo, SA	2009	Privado Nacional
<b>BVB</b>	Banco Valor, SA	2010	Privado Nacional
<b>YETU</b>	Banco Yetu, SA	2015	Privado Nacional
<b>BPG</b>	Banco Prestígio, SA	2015	Privado Nacional
<b>BIR</b>	Banco de Investimento Rural	2015	Privado Nacional
<b>BCS</b>	Banco de Crédito do Sul, SA	2015	Privado Nacional
<b>BOCLD</b>	Banco da China Limitada – Sucursal em Luanda	2017	Privado Estrangeiro
<b>SCBA</b>	<i>Standard Chartered Bank</i> de Angola	2013	Privado Estrangeiro
<b>BCGA</b>	Banco Caixa Geral Angola, SA	2002	Privado Estrangeiro
<b>VTB</b>	Banco VTB África, SA	2006	Privado Estrangeiro
<b>FNB</b>	Finibanco Angola	2007	Privado Estrangeiro
<b>SBA</b>	<i>Standard Bank</i> de Angola, SA	2009	Privado Estrangeiro

Fonte: BNA (2019)

O gráfico 1 expõe e confirma a involução do setor em termos de números de bancos. De acordo com o Banco Nacional de Angola (BNA, 2019) esteve na base desta redução o reforço da sua intervenção e supervisão em linha com as melhores práticas internacionais, cuja finalidade é a garantia da estabilidade do sistema financeiro.

**Gráfico 1. Evolução do número de bancos em Angola**



**Fonte: Elaboração própria. Com base dados do BNA (2019)**

Quanto ao número de agências a operar, verificou-se uma diminuição, uma vez, que em 2019 existiam cerca de 1619 agências, comparado às 2026, em 2018, e às 2102 do ano de 2017 (CEIC - UCAN, 2021). A dissolução dos bancos MAIS, POSTAL e BANC, bem como a alteração do modelo de negócio (de uma matriz mais tradicional para um modelo mais digital), poderão estar na base da queda do número de agências bancárias.

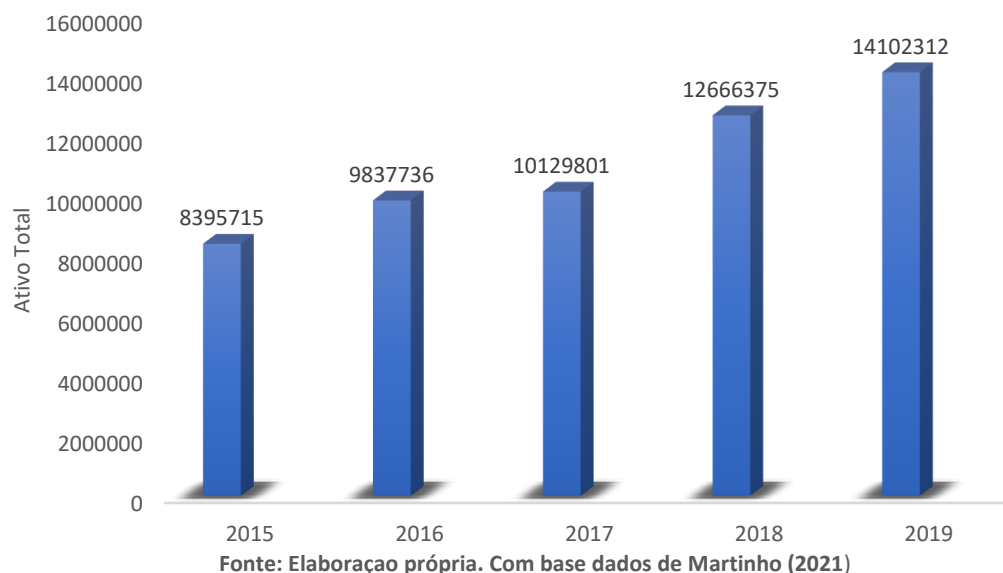
Relativamente ao número de empregados do setor bancário, houve uma certa estabilidade na manutenção e criação de novos empregos, considerando-se as altas taxas de desemprego do país (CEIC - UCAN, 2021). Portanto, em 2019, trabalhavam no setor bancário cerca de 20.204 mil pessoas<sup>18</sup>, um número relativamente baixo quando comparado aos 22.253 mil do ano de 2018.

---

<sup>18</sup> Segundo o CEIC, o número do pessoal a trabalhar no setor bancário em Angola, compreende a 21 bancos que reportaram nos relatórios e contas do ano de 2019.

A estrutura do ativo total permite analisar a dimensão do setor bancário. De acordo com este indicador, verificou-se um crescimento do setor desde 2015, visto que, houve um aumento de 5.706.597 milhões de kwanzas até 2019, como ilustra o gráfico 2.

**Gráfico 2. Evolução da estrutura do ativo (em milhões de kwanzas)**



Neste sentido, constata-se que no exercício económico de 2019, o ativo total do setor bancário em Angola foi de 14.102.312 milhões de kwanzas, implicando um crescimento na ordem dos 11%, face ao ano 2018 (Martinho, 2021).

A tabela 5, ilustra a composição e evolução dos passivos, no período de 2015 a 2019. Cada rúbrica está representada em percentagem do passivo total e a diferença em relação a 2018 está em pontos percentuais<sup>19</sup>. Em 2019, verificou-se uma redução do peso das rúbricas depósitos à ordem e depósitos à prazo, na ordem dos 2,5pp e 0,6pp respetivamente. A rúbrica Capital e Reservas, em 2019 fixou-se em 8,1%, reduzindo a estrutura do passivo em -4pp. Por outra, os Empréstimos reduziram significativamente em 2018, fixando-se em 4%. Em 2019, houve um aumento na estrutura do passivo de +0,1pp, quando comparado ao ano de 2018.

Em relação ao peso das rúbricas Outros Passivos, fixou-se em 22,2% em 2019, um incremento de +7,1pp em relação a 2018, e foi uma rúbrica que esteve em alta durante os cinco anos em análise (CEIC - UCAN, 2021).

<sup>19</sup> De acordo com CEIC, da Universidade Católica de Angola, em seu relatório anual correspondente ao ano de 2019/2020.

**Tabela 5. Composição e evolução dos passivos (%), 2015-2019**

<b>Rúbricas</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Depósitos à ordem</b>	35,4	33,2	31,5	27,1	24,6
<b>Depósito à prazo</b>	36,8	36,8	36,9	41,6	41,0
<b>Capital e reservas</b>	9,5	10,2%	11,8%	12,1%	8,1%
<b>Empréstimos</b>	7,3%	7,6%	6,8%	4,0%	4,1%
<b>Outros passivos</b>	11,0%	12,1%	12,8%	15,1%	22,2%

Fonte: Elaboração própria, com base os dados do CEIC - UCAN (2021)

Importa realçar que a maior parte dos serviços de intermediação financeira dos bancos foram realizados na gestão do passivo (CEIC - UCAN, 2021). Visto na perspetiva do volume de negócio bruto (Depósitos + Crédito bruto), estes serviços tornam-se cada vez mais desafiantes em contexto de crise de confiança no ato de concessão de crédito e de desmobilização dos recursos, principalmente, dos depósitos em moeda estrangeira do Estado, a reduzir, desde 2015 a 2019.

Relativamente aos indicadores de estabilidade financeira (tabela 6), verificou-se uma evolução do rácio de solvabilidade no período em análise. Este rácio relaciona o capital próprio com o passivo total, e compreende a capacidade dos bancos em cumprir com as suas obrigações a médio e longo prazo (Brealey et al., 2018). De acordo com as disposições do Aviso n.º 19/ 2020, os rácios de solvabilidade regulamentares estão definidos em 12%. Porém, não obstante a conjuntura económica e financeira do país, o setor bancário em Angola, esteve claramente estável, tendo níveis de solvabilidade regulamentares de 24,09%, em 2019, próximos dos valores de 2018 (24,2%) (CEIC - UCAN, 2021). A gestão prudente das instituições financeiras bancárias ao longo dos anos, podem estar na base deste desempenho.

**Tabela 6. Evolução dos rácios de solvabilidade, transformação e crédito malparado (%)**

<b>Rácios</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Solvabilidade</b>	19,8	19,2	18,9	24,2	24,09
<b>Transformação</b>	50,6	51,6	49,3	44,2	41,85
<b>Crédito malparado</b>	11,6	13,1	28,8	28,3	32,5

Fonte: Elaboração própria, com base os dados do CEIC – UCAN (2021).

A tabela 6, também apresentada a evolução dos rácios de Transformação e do Crédito malparado. O rácio de transformação relaciona o crédito a clientes, deduzindo as imparidades acumuladas para crédito a clientes, com os depósitos de clientes, ao passo que o crédito malparado compreende a uma situação de não pagamento do empréstimo, por parte das famílias e empresas aos bancos.

Em relação ao rácio de Transformação verifica-se uma queda nos valores, podendo significar que os bancos pretendem correr menos riscos, dada a conjuntura económica do país (fraca confiança na economia). Para tal, preocupam-se em manter um nível de liquidez disponível do que conceder crédito à economia, ou seja, preferem a libertação de liquidez através de vencimento de créditos em detrimento da renovação de novos e significativos créditos (CEIC - UCAN, 2021). Isto tem permitido à generalidade dos bancos comerciais aplicarem os recursos em ativos com maior nível de conversão monetária, como por exemplo nos títulos de dívida pública (Martinho, 2021).

De acordo com o CEIC - UCAN (2021), os bancos BFA e BAI, com maior financiamento e resultados em 2019, obtiveram rácios de transformação de 22,1% e 19,6%, muito reduzido face à média do setor neste ano (41,85%), devido ao aumento dos depósitos acima dos créditos concedidos.

Neste sentido, justifica-se a tendência de aumento ao longo dos anos em análise, do rácio de liquidez do setor bancário em Angola, refletindo a diminuição dos créditos concedidos à economia em benefício dos títulos e valores mobiliários (CEIC - UCAN, 2021).

Relativamente ao rácio do crédito malparado, verificou-se um aumento significativo no período em análise, tendo atingido 32,5%, em 2019. Justificável pelas altas taxas de

desemprego e contração consecutiva do PIB, e conseqüentemente, nota-se a redução da eficiência do mercado de crédito, a penalização da estratégia de constituição de investimento fixo na economia e o desempenho da política monetária (CEIC - UCAN, 2021). De acordo com o mesmo relatório, *“em 2019 os Relatórios e Contas individuais dos bancos apresentam bancos com crédito malparado de 0%, assim como outros com relevantes desafios com a regulação do crédito”*.

Apesar da tendência de desaceleração do sistema bancário em Angola, no exercício económico de 2019, os bancos apresentaram uma relativa estabilidade financeira, visto que os resultados continuam a ser positivos, devido ao crescimento do investimento. Este crescimento resulta do facto de existir nos balanços das instituições bancárias uma relevante carteira de títulos públicos, que possui taxas de juros atrativas e uma boa parte está indexada à taxa de câmbio, permitindo ganhos através da reavaliação cambial (CEIC - UCAN, 2021).

## **CAPÍTULO II. OBJETIVOS E METODOLOGIA**

### **2.1. Objetivos**

O presente trabalho de investigação tem como objetivo geral analisar os determinantes da estrutura de capital dos bancos em Angola. Neste sentido, à luz das teorias sobre a estrutura de capital desenvolvidas no capítulo anterior, e com o intuito de se atingir o principal 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.

### **2.2. Definição da Amostra e Recolha de Dados**

Em 2019, um total de 26 bancos comerciais, em pleno funcionamento constituem o setor bancário em Angola. Porém, tendo como base a completa disponibilidade de dados para o período 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 em estudo, auditados e publicados anualmente nas suas bases eletrónicas e do relatório económico de Angola elaborado anualmente pelo CEIC – UCAN. No entanto, recolheu-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.

### **2.3. Definição das Hipóteses de Investigação e das Variáveis**

Este estudo empírico vem 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.

Importa realçar, que a teoria de timing, não foi considerada na definição das hipóteses de investigação, embora, consta no enquadramento teórico deste trabalho. Pois, exige para o estudo empírico, dados de bancos contados na Bolsa de Dívida e Valores de Angola (BODIVA). Apesar da constituição e funcionamento da BODIVA desde 2014, há indisponibilidade de dados para o período em análise.

A Estrutura de Capital de uma empresa em vários estudos é representada pelo rácio do endividamento, isto é, Capital alheio total/ Ativo total, considerando a sua definição mais abrangente (Barros, 2014; Masood & Ansari, 2016; Sibindi & Anthenia, 2018; Santos, 2020; Prado, 2021; Khan et al., 2021). Tal como estes autores, o presente estudo

empírico, considera como variável dependente o Endividamento Total, que representa a estrutura de capital dos bancos.

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

$$EndT = \frac{Capital\ Alheio\ total}{Ativo\ Total} \quad (5)$$

Quanto às variáveis independentes (explicativas), representam os fatores determinantes da estrutura de capital dos bancos em Angola, e derivam da literatura existente (Amidu, 2007; Ayanda et al., 2013; Barros, 2014; Mutairi & Naser, 2015; Sibindi & Anthenia, 2018; Komarev et al., 2019; Silva et al., 2020; ; Khan et al., 2021; Coelho, 2021).

O estudo definiu sete variáveis sobre a atividade dos bancos e uma macroeconómica, nomeadamente: taxa efetiva de imposto (TEI) calculada com base no rácio, imposto sobre o rendimento sobre resultado antes do imposto (EBT); risco do negócio (RN) dado pelo desvio padrão do volume de negócio (VN) a dividir pela média do VN; dimensão (DIM) dado pelo logaritmo natural (ln) do volume de negócio; tangibilidade (TANG) dado pela divisão do ativo fixo tangível sobre o total do ativo; taxa de crescimento (TC) dado pela diferença do ativo do ano n e o ativo do ano n-1, a dividir pelo ativo do ano n-1; rendibilidade (REND) dado pelo rácio do resultado antes de juros e impostos (EBIT) sobre o ativo; reputação (REP) número de anos de atividade; inflação (INFL) dado pela taxa anual de inflação do país.

**Tabela 7. Resumo das variáveis independentes em estudo**

<b>Variáveis independentes</b>	<b>Fórmula</b>
Taxa Efetiva de Imposto (TEI)	<i>Imposto sobre o lucro/EBT</i>
Risco do Negócio (RN)	<i>Desvio padrão do VN/Média VN</i>
Dimensão (DIM)	Logaritmo natural do VN
Tangibilidade (TANG)	<i>Ativo fixo tangível/Ativo total</i>
Taxa de Crescimento (TC)	<i>Ativo<sub>n</sub> – Ativo<sub>n-1</sub>/Ativo<sub>n-1</sub></i>
Rendibilidade (REND)	<i>EBIT/Ativo</i>
Reputação (REP)	Números de anos de atividade
Inflação (INFL)	Taxa anual de inflação

Fonte: Elaboração própria

A tabela 8, 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 8. Determinantes da estrutura de capital e respetivos sinais esperado**

<b>Variáveis</b>	<b>Sinais esperado</b>
TEI	Positivo
RN	Negativo
DIM	Positivo
TANG	Positivo
TC	Positivo
REND	Negativo
REP	Positivo
INFL	Positivo

Fonte: Elaboração própria

## 2.4. Metodologia

Com o propósito de atingir o objetivo geral 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, busca 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 existentes entre um grupo de variáveis independentes com uma variável dependente ao longo do tempo, combinando dados transversais (*cross section*)<sup>20</sup> com séries temporais (*time series*)<sup>21</sup> (Gujarati & Poter, 2011). Portanto, o estudo analisa 20 bancos comerciais em Angola (“i” sujeitos<sup>22</sup>), ao longo de 5 anos (“t” períodos).

A utilização de dados em painel é vantajosa, visto que permite muitas observações em cada variável da amostra, potenciando um elevado número de dados devido à conjugação da dimensão transversal com a temporal (Mesquita et al., 2020). Para os autores são dados que fornecem maior grau de liberdade e reduzida colinearidade entre as variáveis independentes, elevando desta forma o poder preditivo do modelo. Apesar de vários benefícios, a metodologia apresenta algumas desvantagens como os micro painéis de dados que podem causar ausência de respostas para o investigador ou a dependência de dados, no caso de macro painéis.

A equação geral de estimação do modelo de regressão com dados em painel é dada pela seguinte equação (Khan et al., 2021):

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_j X_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Em que:

$Y_{it}$  representa a variável dependente, dos sujeitos  $i$  (dimensão transversal), analisados ao longo de vários períodos  $t$  (dimensão da série temporal), que neste estudo compreende o Endividamento Total;

---

<sup>20</sup> *Cross section*, são dados que refletem observações de várias empresas em um único período no tempo.

<sup>21</sup> *Time series*, compreendem as observações de uma única empresa em vários períodos  $t$ .

<sup>22</sup> O termo sujeito neste estudo, é utilizado de forma genérica, e compreende as entidades bancárias.

$a_i$  representa o intercepto<sup>23</sup> para cada sujeito  $i$ , e pode assumir efeitos fixos ou aleatórios;

$\beta_j$  ( $j = 1, 2, \dots, k$ ) – representa os coeficientes de regressão das variáveis independentes;

$X_j$  ( $j=1, 2, \dots, k$ ) - são as variáveis independentes (ver tabela 7);

$\varepsilon_{it}$  - representa os termos de erros ou perturbações aleatórias, que por regra são independentes e com média zero e variância constante.

Para realizar o 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-se um novo intercepto 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 (representado pelo rácio do endividamento), como a forma de gestão adotada por cada banco (Mesquita et al., 2020).

A fórmula genérica para a estimação através dos efeitos fixos é dada pelas seguinte expressão (Khan et al., 2021):

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

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 o intercepto de cada banco é uma variável aleatória que assume um valor médio. O erro  $\mu_{it}$ , é composto por  $\varepsilon_i$  - 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 de cada banco 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 genérica para estimação através dos efeitos aleatórios é dada por:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \mu_{it} \quad (8)$$

---

<sup>23</sup> Considera-se intercepto, o ponto em que a recta toca o eixo das ordenadas, ou seja, o eixo do y.

As variáveis em estudo foram inseridas na fórmula genérica da estimação através dos efeitos fixos (equações 7) e assim obteve-se a equação 9.

$$\begin{aligned} EndT_{it} = & \beta_0 + \beta_1 TEI_{it} + \beta_2 RN_{it} + \beta_3 DIM_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 REP_{it} \\ & + \beta_6 REND_{it} + \beta_7 TC_{it} + \beta_8 INFL_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (9)$$

Em que,  $i$  – é o número de bancos,  $t$  – compreende o tempo,  $\beta_0$  - o intercepto,  $\varepsilon$ - o termo do erro,  $Endt$  - endividamento total,  $TEI$  - taxa efetiva de imposto,  $RN$  - risco do negócio,  $DIM$  – dimensão do banco,  $TANG$  – tangibilidade,  $REP$  – reputação,  $REND$  – rentabilidade,  $TC$  – taxa de crescimento e  $INFL$  significa inflação.

Introduziu-se as variáveis em estudo na fórmula genérica da estimação através dos efeitos aleatórios (equação 8) e obteve-se a equação 10.

$$\begin{aligned} EndT_{it} = & \beta_0 + \beta_1 TEI_{it} + \beta_2 RN_{it} + \beta_3 DIM_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 REP_{it} + \beta_6 REND_{it} + \\ & \beta_7 TC_{it} + \beta_8 INFL_t + \mu_{it} \end{aligned} \quad (10)$$

Em que,  $\mu$ - é o termo do erro composto pela dimensão de cortes transversal ( $\varepsilon_i$ ) e pela dimensão de cortes transversais e series temporais ( $v_{it}$ ). As variáveis  $i$ ,  $t$ ,  $EndT$ ,  $TEI$ ,  $RN$ ,  $DIM$ ,  $TANG$ ,  $IDA$ ,  $REND$ ,  $TC$  e  $INFL$  têm o significado acima referido.

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. Este teste permite estimar os efeitos individuais (não observados)  $a_i$ , por meio da correlação com as variáveis independentes  $X_{it}$ . Ou seja, sempre que existir correlação entre  $a_i$  e  $X_{it}$ , o método com efeitos fixos é o mais apropriado, caso contrário, a estimação recorre ao método com efeitos aleatório.

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 com efeitos fixos é o melhor em relação ao método com efeitos aleatórios, se não rejeitar a hipótese  $H_0$  o método com efeitos aleatórios é o mais adequado (*Hausman*, 2015).

### **CAPÍTULO III: RESULTADOS E DISCUSSÃO**

Este capítulo apresenta e analisa inicialmente as estatísticas descritivas das variáveis em estudo que constam na tabela 9. Em seguida procede à apresentação e análise dos resultados obtidos no âmbito do teste de *hausman* e *das* regressões com efeitos fixos e aleatórios (tabela 10). Por último, faz uma comparação dos resultados obtidos neste estudo, com os fatores que condicionaram o setor bancário em Angola, num período de crescimento económico, de acordo com o estudo de Barros (2014).

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 anteriores. Observou-se altas médias de endividamento dos bancos em países da África Subsariana e sauditas, cerca de 87,28% e 84,33% respetivamente (Anarfo, 2015; Khan et al., 2021).

Pelo desvio padrão analisa-se o grau de dispersão das variáveis em relação à média. Todas as variáveis apresentam um desvio padrão inferior à média o que indicia baixa dispersão dos valores à exceção do risco de negócio.

A taxa efetiva de imposto representa em média cerca de 14% do lucro antes do imposto, o risco de negócio em média ronda os 73% e a dimensão os 16,3. Os ativos fixos tangíveis compõem o total de ativos em 11%, ao passo que o lucro antes do apuramento de juros e impostos o representam em 37%.

**Tabela 9. Estatísticas descritivas das variáveis em análise, no período de 2015 a 2019.**

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

Fonte: Elaboração própria.

Na tabela 10 observa-se os resultados do teste de *hausman* e verifica-se que a hipótese nula não foi rejeitada e conseqüentemente a estimação por efeitos aleatórios é a mais adequada para atingir o objetivo desta investigação. Posto isto, os resultados obtidos através da estimação com efeitos aleatórios será o foco da análise.

É possível aferir pelos resultados obtidos através da estimação por efeitos fixos, a confirmação do resultado do teste de *hausman*, uma vez que todas as variáveis não se apresentam estatisticamente significativas para explicar o endividamento total com exceção da rendibilidade.

Relativamente aos resultados obtidos por meio da estimação por efeitos aleatório, pode-se observar que o 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, há um efeito positivo da taxa de crescimento e da reputação sobre o endividamento, como previsto nas teorias de *peking order* e de agência. Isto indicia 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. Estes resultados não permitem validar as hipóteses 1 no diz respeito a variável tangibilidade, taxa de crescimento e reputação, e a hipótese 2 quanto a variável risco de negócio.

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. Ou seja, 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 ). Posto isto, valida-se a hipótese 1 no que diz respeito a esta variável.

Verifica-se também uma relação positiva e significativa entre a dimensão (DIM) da empresa 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 investigada (Mutairi & Naser, 2015; Komarev et al., 2019; Khan et al., 2021). Desta forma, verifica-se a hipótese 1 no que respeita à variável dimensão.

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). 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. Estudos anteriores confirmam os resultados observados (Silva et al., 2020;

Timilsina, 2020; Khan et al., 2021). Posto isto, confirma-se a hipótese 2 quanto a variável rendibilidade.

É possível aferir que as decisões sobre a estrutura de capital do setor bancário em Angola são condicionadas pela inflação, uma vez que a variável apresenta uma relação positiva e significativa com o endividamento total. Tal como defende Terra (2007), altos níveis de inflação tendem a reduzir os custos (queda do valor nominal da dívida face ao valor real) de obtenção da dívida, tornando-a mais atraente para os gestores. 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, confirma-se a hipótese 1 para a variável inflação.

**Tabela 10. Regressões. Resultados das variáveis em análise no período de 2015 a 2019.**

<b>EndT</b>			
<b>Variáveis</b>	<b>Observações</b>	<b>Efeitos fixos</b>	<b>Efeitos aleatórios</b>
<b>TEI</b>	76	0,111 (0,130)	0,125 * (0,068)
<b>RN</b>	76	0,003 (0,008)	0,010 (0,009)
<b>DIM</b>	76	-0,001 (0,007)	0,023 *** (0,003)
<b>TANG</b>	76	-0,004 (0,006)	-0,006 (0,005)
<b>TC</b>	76	-0,010 (0,053)	0,022 (0,017)
<b>REND</b>	76	-1,465 *** (0,352)	-1,319 *** (0,194)
<b>REP</b>	76	0,017 (0,022)	0,001 (0,003)
<b>INFL</b>	76	0,003 (0,002)	0,003 ** (0,001)
<b>R<sup>2</sup></b>		0,2536	0,1946
<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>		0,2809	0,7640
<b>Wald chi2 (p)</b>		0,0012 ***	0,000 ***
<b>Teste hausman</b>			
<b>P- value</b>	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 respetivos desvios Padrão entre parênteses. Os asteriscos \* (10%), \*\* (5%) e \*\*\* (1%) representam os níveis de significância.

Fonte: Elaboração própria. Dados trabalhados pela autora (*software Stata 11*).

Na tabela 11 verifica-se que no período de crescimento económico (2007 a 2011) as variáveis que mais influenciam a estrutura de capital do setor bancário em Angola foram a taxa efetiva de imposto, o risco de negócio, a dimensão do banco, a tangibilidade do ativo e a rendibilidade (Barros, 2014). Ao passo que no período macroeconómico caracterizado por recessões económicas (2015 a 2019) a estrutura de capital do setor bancário em Angola é condicionada pela taxa efetiva de imposto, a

dimensão do banco e a rentabilidade. Importa referir, que pelo resultado da taxa efetiva de imposto, apenas verifica-se consistência da teoria do efeito fiscal nos resultados obtidos no período que vai de 2015 a 2019. Provavelmente porque a análise neste período foi apenas em relação ao rácio endividamento total e no ciclo de expansão económica estendeu-se também aos rácios endividamento de curto prazo e endividamento de médio e longo prazo. No entanto Barros (2014) confirmou os pressupostos defendidos na teoria do efeito fiscal, ao observar uma relação positiva entre a TEI e o endividamento de curto prazo.

Relativamente à dimensão dos bancos, observou-se uma relação positiva com endividamento em ambos períodos. A razão poderá estar na gestão prudente dos bancos que consistiu principalmente na redução do crédito e aumento da liquidez no período de recessão económica. Isto permitiu negociações constantes de títulos da dívida pública, sobretudo os bilhetes de tesouro, e assim foi possível aumentar a dimensão dos bancos em termos de ativos.

Finalmente o impacto da variável rentabilidade no endividamento total foi positivo no período de expansão económica e negativa no ciclo recessivo. O que poderá sugerir maior negociação de dívida no primeiro período, e menor recurso ao capital alheio no segundo período. No entanto, apenas o resultado observado no período de recessão confirmou o previsto na teoria de *peking order* ao demonstrar que as empresas preferem o autofinanciamento e se necessário a dívida em último caso. Esta diferença nos sinais possivelmente seja explicada no facto de existir alta dispersão dos dados, análise de três variáveis dependentes representativas da estrutura de capital (endividamento, endividamento de médio e longo prazo e endividamento de curto prazo) no período de 2007 a 2011. Por outra, importa referir que apesar haver oscilações em certos indicadores financeiros devido à instabilidade macroeconómica no período de 2015 a 2019, o setor bancário em Angola continuou a ter negócios rentáveis.

**Tabela 11. Comparação dos determinantes da estrutura de capital do setor bancário em Angola nos períodos 2007 a 2011, e 2015 a 2019.**

	<b>Período de crescimento económico, 2007 a 2011</b>	<b>Período de recessão económica, 2015 a 2019</b>
<i>Variáveis</i>	<b>Relação observada</b>	<b>Relação observada</b>
<i>TEI</i>	Negativa e significativa	Positiva e significativa
<i>RN</i>	Positiva e significativa	Positiva e não significativa
<i>DIM</i>	Positiva e significativa	Positiva e significativa
<i>TANG</i>	Negativa e significativa	Negativa e não significativa
<i>TC</i>	Negativa e não significativa	Positiva e não significativa
<i>REND</i>	Positiva e significativa	Negativa e significativa
<i>REP</i>	Positiva e não significativa	Positiva e não significativa

Fonte: Elaboração própria.

## CONCLUSÃO

A presente dissertação teve como objetivo geral analisar e identificar os principais fatores que determinam a estrutura de capitais dos bancos comerciais em Angola, no período de 2015 a 2019. Para tal definiu-se quatro objetivos específicos de investigação, nomeadamente, 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. No sentido de atingir os objetivos de investigação, recorreu-se ao modelo de regressão com dados em painel, através da estimação com efeitos fixos e com efeitos aleatórios.

Os resultados mostram uma relação positiva e significativa entre a taxa efetiva de imposto sobre o rendimento, a dimensão do banco, a inflação, e o nível de endividamento. Isto sugere que os bancos negociam mais dívida porque assim obtêm benefícios fiscais. Por outra, os bancos mais diversificados tendem a recorrer ao financiamento por capital alheio, e que em períodos inflacionários tendem a contrair mais dívida devido a redução do valor nominal do dinheiro. Observou-se também uma relação negativa e significativa entre a rendibilidade e o nível de endividamento, o que pode significar menos dívida devido ao bom desempenho dos bancos.

Ao analisar a variável risco do negócio, tangibilidade, taxa de crescimento e reputação, evidenciou-se que os resultados não foram significativos para explicar a variável endividamento. Ou seja, estes fatores não influenciaram as decisões de financiamento dos bancos.

Contudo, de uma forma geral pode-se reter que a escolha entre capital alheio ou próprio por parte dos bancos em Angola foi determinada pela taxa efetiva de imposto sobre o rendimento, pela dimensão, pela rendibilidade e pela inflação. Por isso, os gestores no processo de definição da estrutura de capitais devem considerar não só, os fatores institucionais, mas também os fatores macroeconómicos.

## **Limitações e sugestões para futuras investigações**

Em relação a limitação à investigação, refere-se o facto de não existir bases de dados estruturados nesta área, o que impossibilitou o acesso à informação. Conjugando o facto de que mesmo para dados não estruturados, há dificuldades em aceder à informação de alguns bancos do setor. Isto reduziu a análise para uma amostra que não inclui todos os bancos. Todavia, apesar das limitações espera-se que o presente estudo contribua para os próximos estudos e ajude os gestores no processo de definição da estrutura de capitais.

Quanto as linhas de investigações futuras, pensou-se ser pertinente a realização de um estudo que análise o impacto das variáveis macroeconómicas na estrutura de capitais dos bancos, no mesmo período de abrandamento da economia, acrescentando os dois anos seguintes com o impacto a covid 19, isto de 2015 a 2021.

## 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-Saharan 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>.
- Bajaj, Y., Kashiramka, S., & Singh, S. (2020). *Application of apital structure theories: a systematic review*. In *Journal of Advances in Management Research* , 18 (2), 173–199. <https://doi.org/10.1108/JAMR-01-2020-0017>.
- 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>.
- Banco Nacional de Angola. (2019). *Relatório anual e contas 2019*. Disponível em: <https://www.bna.ao/pt>. Acedido em Maio de 2022.
- 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>.
- Beck, J. (2016). *8 Causas da Queda Livre do Preço do Petróleo*. *Deutsche Welle (DW) Made for Minds*. Disponível em: <https://www.dw.com/pt-002/8-causas-da-queda-livre-do-pre%C3%A7o-do-petr%C3%B3leo/a-19027834>. Acedido em Junho de 2022.
- Berger, A. N., & Bonaccorsi di Patti, E. (2006). *Capital structure and firm*

*performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. Journal of Banking and Finance, 30(4), 1065–1102.*

<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.05.015>.

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.

Centro de Estudos e Investigação Científica - Universidade Católica de Angola. (2017). *Relatório Económico de Angola 2016*.

Centro de Estudos e Investigação Científica - Universidade Católica de Angola. (2019). *Relatório económico de Angola 2018*.

Centro de Estudos e Investigação Científica - Universidade Católica de Angola. (2021). *Relatório económico de Angola 2019/2020*.

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>.

Donaldson, G. (1961). Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. Harvard Business School, Boston, 1 (5), 3- 294.

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.

Florim, A. I. O. (2016). *A estrutura de capital das empresas industriais da Área Metropolitana do Porto e o seu investimento*. Dissertação de Mestrado, Instituto Politécnico do Porto. Repoditório científico do Instituto Politécnico do Porto.

<https://recipp.ipp.pt/handle/10400.22/9293>.

Governo de Angola. (nd). *Dados Geográficos*. Portal oficial do Governo de Angola.

<https://governo.gov.ao/angola/dados-sobre-o-pa%C3%ADs>.

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/ijeaba/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).

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. In *Corporate Governance: Values, Ethics and Leadership*, 72(10), 1671 - 1696. <https://doi.org/10.2139/ssrn.94043>.
- 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>.
- Martinho, A. dos P. Q. (2021). *O Papel Do Setor Bancário No Crescimento Económico de Angola*. [Dissertação de Mestrado, Instituto Politécnico de Setúbal].  
Repositório Institucional do Instituto Politécnico de Setúbal.  
<http://hdl.handle.net/10400.26/36071>.
- 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.
- Miller, M. H. (1977). *Debt and Taxes*. *Journal of Finance*, 32 (2), 261–275.  
<https://doi.org/10.2307/2326758>.
- Miller, M. H. (1988). *The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years*. *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), 99–120. <https://doi.org/10.1257/jep.2.4.99>.
- Modiglian, F., & Miller, M. H. (1958). *The Cost of Capital ,Corporation Finance and*

- the Theory of Investment. American Economic Association*, 48(3), 261-927.
- 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>.
- 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).
- Myers, S. C. (1984). *Capital Structure Puzzle*. *The Journal of Finance*, 39(3), 2-35. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=227147>. Acedido em maio de 2022.
- Oliveira, L. F. (2018). *Determinantes da estrutura de capital de bancos e cooperativas de crédito brasileiras*. [Dissertação de Mestrado, Universidade do Vale do Rio dos Sinos]. Repositório Institucional da Universidade do Vale do Rio dos Sinos.  
<http://www.repositorio.jesuita.org.br/handle/UNISINOS/7147>.
- 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 da Empresas Brasileiras Não- Financeiras de Capital Aberto: Teoria dos Efeitos Fiscais e dos Custos de Insolvencia (Trade-Off), Teoria de Agencia, 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>.

- Rehman, Z. (2016). Impact of macroeconomic variables on capital structure choice: A case of textile industry of Pakistan. *Pakistan Development Review*, 55(3). <https://doi.org/10.30541/v55i3pp.227-239>.
- 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>.
- Rita, R. M. S. (2003). *As Teorias da Estrutura de Capitais: A Evidência das Empresas Portuguesas*. Dissertação de Mestrado, Universidade de Évora. Repositório Institucional da Universidade de Évora. <http://hdl.handle.net/10174/15455>.
- 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>.
- Sheikh, N. A., & Qureshi, M. A. (2017). *Determinantes da estrutura de capitais dos bancos comerciais islâmicos e convencionais: Evidências do Paquistão*. *International Journal of Islamic and Middle East Finance and Management*, 10(1), 24–41. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-10-2015-0119>.
- 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 Intitucional 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>.
- Terra, P. R. S. (2007). *Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina*. *RAUSP - Revista de Administração Da Universidade de São Paulo*, 42(2), 192 - 204.
- 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>.
- Tran, D. V., Hassan, M. K., Paltrinieri, A., & Nguyen, T. D. U. C. (2020). *The Determinants of Bank Capital Structure in the World*. *Singapore Economic Review*, 65(6), 1457 - 1489. <https://doi.org/10.1142/S0217590820500010>.
- Tran Thi Phuong, T., & Nguyen, A. T. (2019). *The Impact of Capital Structure on Firm Performance of Vietnamese Non-financial Listed Companies Based on Agency Cost Theory*. *VNU Journal of Science: Economics and Business*, 35(2), 137 - 150.  
<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4212>.
- The World Bank. (março, 2022). *Population, total - Angola*.  
<https://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.TOTL?locations=AO>.
- Valer'evna, M. V. (2021). *Correlation-and-regression analysis of the influence of macroeconomic factors on capital structure of Russian corporations under crisis conditions*. *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 10(20), 1 - 34.

<https://doi.org/10.1186/s13731-021-00160-w>.

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>.