

**< Fatores Determinantes da Estrutura de Capital  
e o nível de Endividamento das Pequenas e  
Médias Empresas (PME): Uma aplicação em  
Cabinda - Angola >**

**< João Mabilia Lussuamo >**

Tese para obtenção do Grau de Doutor em  
**< Gestão >**  
(3º ciclo de estudos)

Orientadora: Professora Doutora Zélia Maria da Silva Serrasqueiro

**Abril de 2021**

**ACORDO PARA A REALIZAÇÃO DE PROVAS PÚBLICAS DE APRECIÇÃO E  
DISCUSSÃO DE TESE CONDUCENTE AO GRAU DE DOUTOR POR  
VIDEOCONFERÊNCIA**

**(artigo 5º da Lei 1-A/2020 de 19 de março)**

PRESIDENTE: Doutor Mário Marques Freire, Vice-Reitor da Universidade da Beira Interior

VOGAIS:

- Doutora Zélia Maria da Silva Serrasqueiro Teixeira, professora catedrática da Universidade da Beira Interior;
- Doutor Samuel Cruz Alves Pereira, professor associado da Faculdade de Economia da Universidade do Porto;
- Doutora Maria Fernanda Ludovina Inácio Matias, professora coordenadora, da Escola Superior de Gestão, Hotelaria e Turismo da Universidade do Algarve;
- Doutor João Dionísio Monteiro, professor auxiliar da Universidade da Beira Interior;
- Doutor Filipe Manuel Alves Sardo, professor auxiliar da Universidade Portucalense Infante D. Henrique, Porto, enquanto membros do Júri designados por despacho exarado pelo Vice-Reitor, de 25/01/2021, para apreciação e discussão da tese subordinada ao tema "**Fatores determinantes da estrutura de capital e o nível de endividamento das pequenas e médias empresas (PME's): Uma aplicação em Cabinda**", apresentada para efeitos do 3º ciclo de estudos conducente ao grau de doutor no ramo de Gestão e João Mabiala Lussuamo, enquanto candidato;

Nos termos do artigo 5º da Lei 1-A/2020, acordaram por unanimidade, para os devidos efeitos legais que a prestação de provas públicas de apreciação e discussão da tese pode ser realizada por videoconferência.

Universidade da Beira Interior, 09/03/2021.

O Presidente do Júri,

*Mário Marques Freire*

Os vogais que declararam subscreverem o acordo na 1ª reunião do júri,

Doutora Zélia Maria da Silva Serrasqueiro Teixeira

Doutor Samuel Cruz Alves Pereira

Doutora Maria Fernanda Ludovina Inácio Matias

Doutor João Dionísio Monteiro

Doutor Filipe Manuel Alves Sardo

O Candidato,

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

**Dedicatória**

À minha esposa Cecília Massanga Chimbuca e aos meus filhos, Dativino Chimbuca Lussuamo, Clara Chimbuca Lussuamo, Fernando Chimbuca Lussuamo e Avelina Chimbuca Lussuamo.

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

## **Agradecimentos**

A Deus pelo dom da vida e saúde que me tem proporcionado;

Aos meus pais, Gabriel Lussuamo e Helena Simba (em memória) pela educação e valores fundamentais transmitidos;

Aos meus irmãos pelo apoio incondicional que me têm prestado durante o percurso da minha formação;

À Caríssima Professora Doutora Zélia Serrasqueiro pela brilhante e rigor orientação da presente tese, pela paciência, disponibilidade na transmissão de conhecimentos científicos;

A todos Professores das diferentes unidades curriculares do Doutoramento em Gestão da Faculdade de Ciências Sociais e Humanas da Universidade da Beira Interior (UBI) por seus contributos, através dos conhecimentos científicos transmitidos durante a formação;

Às secretárias da Faculdade de Ciências Sociais e Humanas, do Departamento de Gestão e Economia, aos Serviços Académicos e ao Gabinete de Apoio às Pós-Graduações e Coordenação de Eventos, na pessoa da Dr.<sup>a</sup> Carla Loureiro, pelo apoio administrativo prestado durante o percurso do doutoramento;

Aos Serviços de Apoio Social da Universidade da Beira Interior (SASUBI), pelo apoio prestado aos estudantes angolanos nos momentos difíceis;

À Administração Geral Tributária (AGT) e às empresas que disponibilizaram as informações para a concretização desta tese;

Aos colegas do Doutoramento em Gestão, pela troca de conhecimentos, convivência académica e científica;

Aos estudantes angolanos dos diferentes ciclos de ensino, pela partilha dos bons e maus momentos, durante o percurso formativo na UBI, em Covilhã, Portugal;

À minha esposa Cecília Massanga Chimbuca e aos meus filhos, Dativino Chimbuca Lussuamo, Clara Chimbuca Lussuamo, Fernando Chimbuca Lussuamo e Avelina Chimbuca Lussuamo, pela paciência, durante a minha ausência nos vários momentos em que precisavam da presença e de ouvir a voz do esposo e pai.

O meu muito obrigado!

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

## **Resumo**

As pequenas e médias empresas (PME) representam a maior percentagem das empresas na estrutural empresarial de um grande número de economias. As PME assumem um papel fundamental no crescimento e desenvolvimento económico de um país/região. Em contrapartida, as PME enfrentam inúmeras dificuldades na tomada de decisões sobre a sua estrutura de capital.

Neste contexto, o presente estudo tem como objetivo central analisar o nível de endividamento e os potenciais fatores determinantes das decisões de estrutura de capital das PME, bem como os principais constrangimentos enfrentados pelas PME em Cabinda - Angola no acesso ao financiamento bancário. Para o alcance deste objetivo, utilizou-se uma metodologia mista (quantitativa e qualitativa). No caso da análise quantitativa, foram utilizados modelos de dados em painel (*pooled OLS*, efeitos fixos e efeitos aleatórios) para tratamento dos dados respeitantes a uma amostra de 73 PME situadas na Província de Cabinda e para o período de 2011 a 2016, com vista à análise dos fatores determinantes das decisões de estrutura da capital. Na abordagem qualitativa, fez-se uma análise de conteúdo direcionada a partir das entrevistas realizadas aos proprietários/gestores.

As evidências empíricas obtidas após uma análise das estimativas dos modelos econométricos, permitem concluir que os principais fatores determinantes com impacto estatisticamente significativo na tomada de decisões da estrutura de capital das PME analisadas, são, tangibilidade dos ativos, idade, liquidez e benefícios fiscais não associados à dívida. Ainda, com base na análise de conteúdo de entrevistas realizadas, concluiu-se que as PME estudadas enfrentam várias restrições no acesso ao financiamento bancário.

Este estudo contribui não apenas para a melhoria da compreensão das teorias da estrutura de capital, mas sobretudo, na compreensão dos potenciais determinantes das decisões da estrutura de capital das PME em Angola, em particular, na Província de Cabinda, bem como, dos fatores que restringem as PME no acesso ao financiamento bancário neste contexto.

## **Palavras-chave**

Cabinda - Angola; Constrangimentos Financeiros; Estrutura de Capital; Financiamento Bancário; Teoria *Trade-Off*; Teoria *Pecking Order*; PME

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

## **Abstract**

Small and medium-sized companies (SMEs) represent the largest share of companies in any economy. Also, they play a key role for a country / region's economic growth and development. Moreover, SMEs face numerous difficulties in making decisions of capital structure.

In this context, the present study aims to analyze the level of indebtedness and the potential determinants of the capital structure decisions of SMEs, as well as the main constraints faced by SMEs in Cabinda - Angola in access to bank financing. To achieve this goal, a mixed methodology (quantitative and qualitative) was used. In the case of quantitative analysis, panel data models (pooled OLS, fixed effects and random effects) were used to process data relating to a sample of 73 SMEs located in Cabinda -Angola and for the period from 2011 to 2016, seeking to analyze the determinants of capital structure decisions. In the qualitative approach, a content analysis was performed based on the interviews conducted with SME owners / managers.

The empirical evidence obtained after an analysis of econometric models an, allows us to conclude that the main determinant factors with a statistically significant impact on capital structure decisions of the analyzed SMEs are tangibility of assets, age, liquidity and tax benefits not associated with debt. Moreover, it was concluded that SMEs face several restrictions on the access to bank financing, based on content analysis.

This study contributes not only to improving the understanding of capital structure theories, but above all, in understanding the potential determinants of the capital structure decisions of SMEs in Angola, in particular, in Cabinda Province, as well as, the factors that restrict SMEs in accessing bank finance in that context.

## **Key words**

Cabinda - Angola; Capital Structure; Financial Constraints; Bank Finance; Trade-Off Theory; Pecking Order Theory; SME

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

## Índice

DEDICATÓRIA .....	III
AGRADECIMENTOS .....	V
RESUMO .....	VII
ABSTRACT.....	IX
ÍNDICE .....	XI
LISTA DE FIGURAS .....	XV
LISTA DE TABELAS .....	XVII
LISTA DE GRÁFICOS.....	XIX
LISTA DE ACRÓNIMOS.....	XXI
CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO .....	1
1.1 - Enquadramento do Problema.....	2
1.2. Importância do Tema.....	3
1.3 - Objetivos e Questões de Investigação.....	5
1.3.1 - Objetivo do Estudo .....	5
1.3.2 - Questões de Investigação.....	5
1.4 - Estrutura do Estudo .....	6
CAPÍTULO 2 - REFERENCIAL TEÓRICO .....	8
2.1 - Teoria Financeira .....	8
2.2 - Estrutura de Capital .....	8
2.2.1 - Teoria do <i>Trade-Off</i> .....	10
2.2.2 - Teoria da <i>Pecking Order</i> .....	12
2.2.3 - Teoria de Agência .....	14
2.2.3.1 - Assimetria de Informação .....	16
2.2.4 - Teoria do Sinal .....	18
2.2.5 - Teoria de <i>Market Timing</i> .....	18
2.3 - Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das PME.....	20

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

2.4 - Fontes de Financiamento das PME.....	27
2.4.1 - Capital Próprio e Capital Alheio .....	27
2.4.2 - Constrangimentos no Acesso ao Financiamento Externo.....	29
2.5 - Estrutura da Propriedade do Capital e Estrutura de Capital das PME .....	33
CAPÍTULO 3 - EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL -EUROPA, AMÉRICA, ÁSIA, OCEÂNIA E ÁFRICA SUBSAARIANA.....	34
3.1 - Estudos Empíricos na Europa, América, Ásia e Oceânia .....	34
3.1.1 - Estudos Empíricos no Continente Europeu .....	34
3.1.2 - Estudos Empíricos no Continente Americano .....	45
3.1.3 - Estudos Empíricos no Continente Asiático .....	46
3.1.4 - Estudos Empíricos na Oceânia .....	50
3.2 - Estudos Empíricos na Região de África Subsaariana.....	51
CAPÍTULO 4 - CARACTERIZAÇÃO DAS PME EM ANGOLA E O SISTEMA FINANCEIRO ANGOLANO .	55
4.1 - Caracterização do Sistema Financeiro Angolano .....	55
4.2 - Caracterização do Tecido Empresarial em Angola .....	59
CAPÍTULO 5 - METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO .....	63
5.1 - Objetivos e Hipóteses de Investigação.....	63
5.1.1 - Objetivos de Investigação .....	63
5.1.2 - Hipóteses de Investigação .....	677
5.2 - População e Amostra .....	71
5.3 - Determinantes de estrutura de capital (evidências empíricas em Angola) .....	74
5.4 - Fonte de Dados e Variáveis .....	77
5.4.1 - Fonte de Dados.....	77
5.4.2 - Variáveis - Determinantes da Estrutura de Capital .....	77
5.5 - Método de Estimação .....	79
CAPÍTULO 6 - APRESENTAÇÃO, ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS .....	83
6.1 - Determinantes da Estrutura de Capital .....	83
6.1.1 - Estatísticas Descritivas.....	83
6.1.2 - Matriz de Correlações .....	855

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

6.1.3- Modelos de Dados em Painel.....	87
6.1.4 - Discussão dos Resultados sobre os Determinantes da estrutura de capital.....	92
6.2 - Resultados - Constrangimentos no Acesso ao Financiamento.....	96
CAPÍTULO 7 - CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES DO ESTUDO E SUGESTÕES DE INVESTIGAÇÃO FUTURA	
.....	103
7.1 - Conclusões .....	103
7.2 - Limitações do Estudo .....	105
7.3 - Sugestões para Investigação Futura .....	105
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	107
APÊNDICES .....	125
Apêndice 1 - Tabelas.....	125
Apêndice 2. Mapa de Angola.....	128
Apêndice 3 - Guião de entrevista semiestruturada.....	129
Apêndice 4 - Modelos estimados sem a variável liquidez.....	130
ANEXOS .....	133

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

**Lista de figuras**

**Figura 1** - O padrão da teoria de agência.....15

**Figura 2** - Problemas resultantes da assimetria de informação .....18

**Figura 3** - Receitas arrecadadas por província (milhões de kwanzas) ..... 128

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

## **Lista de Tabelas**

<b>Tabela 1</b> - Instituições financeiras autorizadas a funcionar no SFA.....	55
<b>Tabela 2</b> - Classificação das PME.....	61
<b>Tabela 3</b> - Distribuição da amostra final.....	72
<b>Tabela 4</b> - Distribuição das PME segundo a idade .....	72
<b>Tabela 5</b> - Caracterização das empresas.....	73
<b>Tabela 6</b> - Evidências empíricas em Angola .....	74
<b>Tabela 7</b> - Relação entre os determinantes da estrutura de capital e o grau de endividamento dos estudos anteriores .....	75
<b>Tabela 8</b> - Cálculo das variáveis dependentes .....	78
<b>Tabela 9</b> - Cálculo das variáveis independentes .....	78
<b>Tabela 10</b> - Estatísticas descritivas.....	84
<b>tabela 11</b> - Análise das frequências da variável localização .....	84
<b>Tabela 12</b> - Matriz de correlação .....	86
<b>Tabela 13</b> - Fatores de inflação da variância .....	87
<b>Tabela 14</b> - Determinantes do endividamento de curto prazo (Endcp) .....	88
<b>Tabela 15</b> - Determinantes do endividamento de médio e longo prazo (Endmlp) .....	89
<b>Tabela 16</b> - Determinantes do endividamento total (Endt) .....	91
<b>Tabela 17</b> - Síntese dos determinantes do endividamento de curto prazo, médio e longo prazo e total .....	92
<b>Tabela 18</b> - Características dos proprietários/gerentes entrevistados .....	97
<b>Tabela 19</b> - Teste LM de endividamento de curto prazo .....	125
<b>Tabela 20</b> - Teste LM de endividamento de médio e longo prazo.....	125
<b>Tabela 21</b> - Teste LM de endividamento total .....	125
<b>Tabela 22</b> - Dimensões, categorias e intervenções representativas .....	126

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

## **Lista de gráficos**

<b>Gráfico 1 - Teoria de <i>trade-off</i> estático .....</b>	<b>11</b>
<b>Gráfico 2 - Crédito concedido à economia e ao setor privado (mil milhões de kzs).....</b>	<b>56</b>
<b>Gráfico 3 - Distribuição do crédito por setor de atividade, 2011 (% do crédito total) .....</b>	<b>57</b>
<b>Gráfico 4 - Distribuição do crédito por setor de atividade, 2015 e 2016 (% do crédito total) .</b>	<b>58</b>
<b>Gráfico 5 - Empresas registadas no período 2013-2016.....</b>	<b>60</b>
<b>Gráfico 6 - Distribuição de empresas em atividade por província em 2016 .....</b>	<b>61</b>

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

**Lista de acrónimos**

PME	Pequenas e Médias Empresas
EndCP	Endividamento de Curto Prazo
EndMLP	Endividamento de Médio e Longo Prazo
EndT	Endividamento Total
SFA	Sistema Financeiro de Angola
BNA	Banco Nacional de Angola
Kz	Kwanza
AGT	Administração Geral Tributária
INAPEM	Instituto Nacional de Apoio às Micro, Pequena e Média Empresa
INE	Instituto Nacional de Estatística

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

## **Capítulo 1 - Introdução**

As pequenas e médias empresas (PME) podem ser entendidas como uma entidade que, independentemente da sua forma jurídica, exerce uma atividade económica, cujo número de trabalhadores não excede 200 e com uma faturação bruta anual (equivalente em moeda nacional, Kwanzas) superior a USD 250 mil e até USD 10 milhões, com base a Lei nº 30/11 de 13 de setembro, da legislação angolana. Para o seu funcionamento, dispõem de um conjunto de recursos que podem ser, naturais, humanos e financeiros. Estes últimos têm sido uma temática bastante discutida em finanças empresariais.

As PME têm um papel importante no crescimento e desenvolvimento económico de qualquer país em geral e nos países em desenvolvimento, em particular. Elas contribuem para a redução da pobreza, aumento de oportunidades de emprego, competitividade, entre outros (Erdogan, 2018). Apesar do importante papel que apresentam no cenário económico, as PME, têm enfrentado enormes dificuldades de financiamento e falta de oportunidades de investimento a nível mundial, de modo particular as PME em África, onde Cabinda - Angola está inserida (Rupeika-Apoga, 2014; Zhao & Jones-Evans, 2016; Fowowe, 2017; Quartey, Turkson, Abor, & Iddrisu, 2017; Wong, Holmes, & Schaper, 2018).

A problemática da estrutura de capital é um dos assuntos que tem merecido um maior interesse em finanças empresarias ao longo do tempo, tendo sido desenvolvidas várias teorias orientadoras relacionadas com a de estrutura de capital das empresas. Por esta razão, várias pesquisas têm sido desenvolvidas, desde os anos cinquenta. Um dos primeiros estudos realizados sobre a estrutura de capital, foi desenvolvido em 1952 por Durand, a partir do qual a maior parte dos estudos se focalizou nas empresas de grande dimensão. Todavia, nos últimos anos, os estudos sobre a estrutura de capital das PME têm-se intensificado, tendo em conta a sua importância referenciada anteriormente. Neste contexto, é fundamental que se dedique uma atenção especial às PME, no âmbito académico, económico e político e em contexto dos países menos desenvolvidos (Tabuenca, Merino e Rubio, 2002).

Segundo os dados da organização *International Finance Corporation (IFC)*, citada no relatório da empresa *Deloitte*, fundada em 1845, com sede em Nova Iorque<sup>1</sup>, o número de PME a nível mundial, em 2010, rondava entre 420 e 510 milhões, sendo que cerca de 85% das mesmas se localizavam em países em desenvolvimento, a região da África subsaariana com cerca 8,6% e

---

<sup>1</sup> [https://www2.deloitte.com/ao/pt.html?icid=bottom\\_globalprofileoffices](https://www2.deloitte.com/ao/pt.html?icid=bottom_globalprofileoffices)

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Angola com aproximadamente 2%, respetivamente.<sup>2</sup> Ainda a mesma fonte revela que, as PME contribuíram para o produto interno bruto em cerca de 65% em todo mundo, em 2010.

Várias são as dificuldades e/ou restrições com que as PME se deparam no acesso ao financiamento externo. Alguns autores, como por exemplo, Bădulescu (2010), Kaya (2014); Lee, Sameen, & Cowling (2015) afirmam que uma das restrições no acesso ao financiamento externo está associado ao elevado risco que as PME apresentam e que isto é agravado nos momentos de crise. Admite-se que esta situação não é diferente no contexto das PME angolanas, que recorrem a fontes externas de financiamento, nomeadamente, no que se refere a crédito bancário. Porém, atendendo á sua importância no que diz respeito à diversificação da economia angolana e na redução da pobreza, é importante a realização de estudos com o intuito de determinar quais os principais fatores que determinam a estrutura de capital e de que forma estão relacionados com o nível de endividamento.

### **1.1 - Enquadramento do Problema**

Os estudos sobre a estrutura de capital das empresas tiveram como ponto de partida Durand (1952) e, posteriormente, Modigliani & Miller (1958, 1963). A partir destes trabalhos, os estudos sobre a estrutura de capital têm vindo a crescer, procurando identificar os principais fatores determinantes das decisões de financiamento das empresas (Buvanendra, Sridharan, & Thiyagarajan, 2017). A estrutura de capital constitui um tema de análise complexo, dado que a empresa procura tomar decisões de financiamento sob o objetivo de maximizar os benefícios e/ou satisfação dos seus *stakeholders* (Palacín-Sánchez, Ramírez-Herrera, & di Pietro, 2013; Mota & Moreira, 2017; Maroney, Wang, & Kabir Hassan, 2019).

Os estudos têm analisado vários fatores determinantes da estrutura da capital das empresas, nomeadamente, referentes às características específicas da empresa, às condições macroeconómicas do país ou região, às características do proprietário/gestor, entre outros fatores, que podem influenciar o nível de endividamento das empresas (Palacín-Sánchez et al., 2013; Balushi, Locke, & Boulanouar, 2018).

Considerando a importância das PME no cenário económico mundial, vários estudos têm-se focalizado nas diferenças existentes entre as PME e as grandes empresas. Por exemplo, as PME indianas contribuíram em cerca de 45% para a produção nacional e 8% para o produto interno bruto, 40% para exportações e cerca de 59,7 milhões para o emprego no período de 2013 - 2014 (Kulkarni & Chirputkar, 2014).

---

<sup>2</sup> Relatório da Deloitte: Observatório para a Inclusão Financeira: Micro, Pequenas e Médias Empresas.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Em Portugal, o volume de negócios gerado pelas PME em 2015 é de cerca de 201.761,5 milhões de euros e um valor acrescentado bruto de 52.423,5 milhões de euros e em 2017, o volume de negócios é de aproximadamente 225.485,5 milhões de euros.<sup>3</sup> Os dados sobre o volume de negócios das PME em Cabinda, em particular e em Angola, em geral, não foram obtidos, após uma profunda investigação, mas se presume que as cifras podem não ser bastante elevadas, já que a economia angolana é maioritariamente dependente do setor petrolífero. Segundo o Instituto Nacional da Apoio as Micro, Pequenas e Médias empresas (INAPEM), até o terceiro trimestre de 2019, a província de Cabinda tem cerca de 1500 PME, deste número, 780 PME são certificadas.

A teoria financeira tem considerado três teorias basilares no estudo das decisões da estrutura de capital das empresas, nomeadamente a teoria de *trade-off* (Kim, 1978; Scott, 1979; Serrasqueiro, Nunes & Armada, 2016), a teoria da *pecking order* (Myers, 1984; Myers & Majluf 1984) e a teoria do *market timing*, (Baker & Wurgler, 2002).

Para Balushi et al. (2018) os determinantes da estrutura de capital das PME não dependem unicamente das características específicas, mas também de fatores sociais e comportamentais dos proprietários/gestores das mesmas, nomeadamente, formação académica, experiência profissional e religião.

Nos últimos anos, surgiram vários estudos que abordam o financiamento das empresas, com maior realce para os países em vias de desenvolvimento Rahman, Rahman & Belas (2017). Quartey, et al., (2017) afirmam a necessidade de se apostar no financiamento das PME na região da África Subsaariana, para um maior crescimento e desenvolvimento da região, da qual faz parte a Província de Cabinda-Angola.

### **1.2. Importância do Tema**

É notório que os estudos teóricos e empíricos sobre a estrutura de capital têm evoluído desde os princípios da segunda metade do século XX, com maior realce nas empresas de grande dimensão. Apesar desta evolução, a análise das decisões de estrutura de capital das PME teve início num passado mais recente.

O maior número de estudos desenvolvidos situa-se em contexto de países desenvolvidos, ou seja, países do continente americano, por exemplo, Estados Unidos (EUA), Brasil; continente europeu, por exemplo, Portugal, Espanha, Itália; e continente asiático, por exemplo, China. O número de estudos nos países em desenvolvimento é ainda bastante incipiente, de modo geral,

---

<sup>3</sup> Dados fornecidos do INE, PORDATA (2018)

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

em África, na região de África subsaariana, e de modo particular em Angola. Angola é um país que viveu uma intensa guerra civil (1975-2002), que após esse período, tem conhecido alguns avanços económicos e um ambiente de negócio que se presume como razoável para as oportunidades de investimento, sobretudo nos anos mais recentes.

Com a redução do preço do petróleo, vários países do mundo suportaram as consequências negativas nas suas economias de modo geral e, em particular, os países produtores de petróleo. Sendo a economia angolana dependente em grande medida do sector petrolífero, com a redução do preço de petróleo conheceu consequências negativas significativas na sua economia, desde o final do ano 2013<sup>4</sup>. Para reduzir essa dependência, o governo angolano traçou várias políticas que visam promover a diversificação da economia, estimulando desta forma o setor empresarial. As PME em Angola representam quase a totalidade das empresas existentes naquele território.

As PME são um motor para o crescimento e desenvolvimento económico, o que suscita a importância da identificação e análise dos determinantes da estrutura de capital das PME no contexto angolano, mais concretamente na Província de Cabinda localizada no norte do país, procurando-se identificar a(s) teoria(s) financeira(s) seguida(s) pelas PME nas decisões de estrutura de capital.

O número de estudos sobre a temática de estrutura de capital em contexto de PME localizadas nos países em vias de desenvolvimento é bastante insuficiente, como é o caso dos estudos sobre as PME em contexto angolano. Evidencie-se que Angola saiu recentemente de uma guerra civil de quase três décadas, isto é, tendo alcançado a paz em 2002. Após o alcance da paz em 2002, o país foi um dos que mais cresceu em termos económicos até 2008<sup>5</sup>.

Angola é considerado como o quarto país da África Subsaariana com a maior percentagem de PME a nível da região, em 2010<sup>6</sup>. Grande parte do tecido empresarial angolano e de Cabinda, em particular é constituído por PME que enfrentam constrangimentos no acesso ao financiamento externo, justificando a necessidade de o estudo sobre decisões de estrutura de capital ter como unidade de análise este tipo de empresas, no contexto da Província de Cabinda-Angola. A escolha da Província de Cabinda, deve-se, para além da sua especificidade geográfica, que consiste na descontinuidade territorial a nível do país, o facto de esta ser uma das Províncias que tem contribuído significativamente para o desenvolvimento da economia angolana, através da produção do petróleo, cujas receitas geradas, no terceiro trimestre de

---

<sup>4</sup> Relatório Económico de Angola do Centro de estudos e investigação científica da Universidade Católica de Angola (2016)

<sup>5</sup> Relatório Económico de Angola do Centro de estudos e investigação científica da Universidade Católica de Angola (2016)

<sup>6</sup> Relatório da Deloitte: Observatório para a Inclusão Financeira: Micro, Pequenas e Médias Empresas.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

2018, foram de cerca de 6.804 milhões de kwanzas<sup>7</sup>, (ver apêndice 2), mas que pode não se repercutir significativamente no desenvolvimento do setor empresarial da região.

O presente trabalho pretende contribuir para os estudos com evidências empíricas em finanças empresariais, analisando as decisões de estrutura de capitais das PME sedeadas na Província de Cabinda - Angola.

### **1.3 - Objetivos e Questões de Investigação**

#### **1.3.1 - Objetivo do Estudo**

O presente estudo tem como objetivo principal analisar o nível de endividamento e os potenciais fatores determinantes da estrutura de capital das PME, bem como os principais constrangimentos de acesso a financiamento bancário das PME na Província de Cabinda-Angola.

Para o alcance do objetivo principal proposto no presente estudo, estabeleceram-se os seguintes objetivos específicos:

- Identificar os determinantes da estrutura de capital das PME sedeadas na Província de Cabinda - Angola.
- Analisar a relação entre os determinantes e a estrutura de capital (e, portanto, o nível de endividamento) das PME sedeadas na Província de Cabinda - Angola.
- Examinar os principais constrangimentos no acesso ao financiamento bancário enfrentado pelas PME sedeadas na Província de Cabinda - Angola.

#### **1.3.2 - Questões de Investigação**

Para a concretização dos objetivos que se propõem na presente pesquisa, é necessário responder às seguintes questões de investigação:

- a) Quais os fatores determinantes da estrutura de capital das PME sedeadas na Província de Cabinda - Angola?
- b) As PME sedeadas na Província de Cabinda - Angola seguem os princípios das teorias financeiras nas suas decisões de estrutura de capital?
- c) As PME sedeadas na Província de Cabinda - Angola são financiadas preferencialmente com endividamento de curto ou endividamento de médio e longo prazo?

---

<sup>7</sup> Relatório da execução trimestral do OGE do Ministério das Finanças

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

d) Considerando as assimetrias em termos de desenvolvimento dos municípios da Província de Cabinda-Angola, a localização geográfica das PME é um fator determinante sobre o nível endividamento da empresa?

As PME em todo o mundo enfrentam várias barreiras no acesso ao financiamento externo. Essas barreiras são mais acentuadas nos países em desenvolvimento, em geral, e em particular, em África, devido a dois tipos de risco, tais como, a provisão de financiamento no continentes africano, em geral, é considerado de alto risco em comparação com os outros continentes e, o elevado risco que as PME apresentam em relação as grandes empresas (Fowowe, 2017; Quartey et al., 2017).

Vários estudos empíricos (Rupeika-Apoga, 2014; Zhao & Jones-Evans, 2016; Fowowe, 2017; Quartey et al., 2017; Rahman et al., 2017; Erdogan, 2018; Wong et al., 2018) encontraram evidências de um conjunto de fatores que podem dificultar as PME no acesso de financiamento externo, como: a corrupção, as garantias ou colaterais, as taxas de juros, a distância entre a sede do banco e a empresa, regulamentações, etc.).

Com base no objetivo estabelecido nesta pesquisa sobre o caso específico relacionado com os constrangimentos no acesso ao financiamento externo, para melhor percepção, formulou-se a seguinte pergunta de investigação:

*e) Quais os constrangimentos que as PME sedeadas na Província de Cabinda - Angola têm enfrentado no acesso ao financiamento bancário?*

Sampieri, Colledo & Lucio (2000) realçam que a formulação do problema de investigação em forma de pergunta tem vantagem por apresentá-lo de maneira direta, minimizando assim uma possível distorção. Neste sentido, procurou-se explorar e descrever os principais constrangimentos enfrentados pelas PME no acesso ao financiamento externo em Cabinda - Angola.

### **1.4 - Estrutura do Estudo**

Para alcance dos objetivos de investigação, o presente estudo foi estruturado em sete (7) Capítulos que em seguida se apresentam:

Capítulo 1 - Introdução. Neste Capítulo são apresentados os aspetos introdutórios sobre o tema, nomeadamente, o enquadramento do problema de investigação, a importância do tópico de investigação e finalmente, os objetivos (geral e específicos) e questões de investigação a que nos propusemos.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Capítulo 2 - Referencial teórico. Este Capítulo foi desenvolvido a partir de uma extensa revisão da literatura, começando por abordar as principais teorias sobre a estrutura de capital das PME, seguido dos determinantes da estrutura de capital e culminando com a fontes de financiamento das PME, bem como os principais constrangimentos no seu acesso ao financiamento.

Capítulo 3 - Evidências empíricas sobre a estrutura de capital na Europa, América, Ásia e Oceânia e na região de África Subsaariana. Trata-se de um Capítulo no qual são apresentados estudos empíricos anteriores sobre a estrutura de capital, nomeadamente na região de África Subsaariana, em geral, e em Angola em particular.

Capítulo 4 - Caracterização das PME em Angola e do sistema financeiro angolano. O desenvolvimento de tecido empresarial angolano foi abordado neste Capítulo, para além da caracterização/classificação das PME em Angola, e por fim, do sistema financeiro angolano.

Capítulo 5 - Metodologia de investigação. Este é o Capítulo em que se apresenta a metodologia utilizada neste estudo com vista ao alcance dos objetivos de investigação delineados, para tal, começando pelo tipo de abordagem de investigação adotada, isto é, mista, seguindo-se das hipóteses formuladas, a especificação da população e amostra, fonte de dados e variáveis tidas em conta e finalmente o método de estimação.

Capítulo 6 - Apresentação, análise e discussão dos resultados. Os resultados gerados dos diferentes modelos apresentam-se e analisam-se neste Capítulo. Após a apresentação, estes resultados são discutidos, tendo em conta os estudos empíricos anteriores realizados sobre o tema, no sentido de se encontrar as possíveis semelhanças ou diferenças em um contexto angolano.

Capítulo 7 - Conclusões, limitações e linhas de investigação futura. Neste Capítulo são apresentadas as conclusões desta investigação, assim com também os contributos da investigação, as limitações da investigação e, finalmente as possíveis linhas de investigação futura.

## **Capítulo 2 - Referencial Teórico**

### **2.1 - Teoria Financeira**

Desde os meados do século XX, que a teoria financeira tem vindo a ser desenvolvida e desempenhando um papel importante, tendo em conta a crescente globalização dos mercados em geral e de forma particular do mercado financeiro (Gómez-Bezares, 2005; García & Garcia, 2012).

Nos primeiros cinquenta anos do século XX, as finanças empresariais adotaram um enfoque tradicional, podendo-se identificar quatro períodos, isto é, de 1901-1920 designado por período de concentração industrial, de 1921-1929, período de inovação tecnológica e novas empresas, o período de 1930-1939 atribuído como período da crise económica e o período de 1940 até princípios dos anos 50, apontado como período de economia da guerra. A partir da segunda metade do mesmo século, as finanças empresariais passaram a ter um enfoque moderno e podemos identificar em duas fases de expansão económica. A primeira, decorreu no intervalo que vai dos princípios de anos 50 a 1960 e a segunda, de 1961 a 1973. Nos últimos anos, ou seja, desde 1973 que a abordagem das finanças tem tido um enfoque contratual, sendo que em finais do século XX e início do século XXI, a ênfase se concentra na globalização financeira (García & Garcia, 2012).

### **2.2 - Estrutura de Capital**

Para o exercício da atividade económica, as empresas necessitam de um conjunto de recursos que podem ser, naturais, humanos e financeiros. Estes últimos têm merecido uma especial atenção em finanças empresariais, tendo em conta as limitações que as empresas enfrentam no seu acesso. As empresas necessitam de recursos financeiros para poderem implementar e/ou executar os seus projetos de investimento. No caso particular das PME que, na sua maioria está ausente do mercado bolsista, o financiamento bancário assume fundamental importância (Rahman et al., 2017).

A estrutura de capital está relacionada com a origem dos recursos financeiros que a empresa necessita para as suas atividades correntes e oportunidades de investimento. Quanto à sua definição, ainda existem algumas controvérsias entre vários autores, apesar de ser um tema

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

muito debatido nas últimas décadas. A estrutura de capital pode ser definida como a combinação “eficiente” das diferentes fontes de obtenção de recursos financeiros. O capital de terceiros (dívidas de curto, médio e longo prazos) e capital próprio (capital inicial, lucros retidos e aumentos de capital consubstanciados pela entrada de capital) que a empresa necessita para financiar as suas atividades. Segundo a teoria financeira, as empresas tomam decisões de financiamento, procurando maximizar o seu valor (Kumar & Rao, 2015; Mota, Barros, Nunes, Oliveira, Ferreira & Inácio, 2015).

O tema de estrutura de capital, embora bastante pesquisado, ainda é polêmico entre vários autores (Rocca, Rocca & Cariola, 2010). Várias pesquisas importantes foram realizadas e discutidas sobre a estrutura de capital e maturidade da dívida (e.g. Myers, 1977; Titman & Wessels, 1988; Fama & French, 2002).

Os estudos empíricos sobre a estrutura do capital têm aumentado nos últimos anos e em diferentes contextos, nos quais, os seus resultados mostram que a combinação ideal entre o financiamento via dívida e o capital próprio é influenciada por vários fatores que podem aumentar os benefícios e os custos para a empresa (Rocca, et al., 2010; Chen, 2014; Dasilas & Papasyriopoulos, 2015). Porém, estes estudos auxiliam os empresários, gestores, entre outros, na compreensão possível da combinação “ideal ou ótima” de financiamento disponível para as empresas e para o desenvolvimento das suas atividades, traduzida numa estrutura de capital capaz de maximizar o valor da empresa.

O trabalho de Durand (1952) é um dos trabalhos que representa o enfoque tradicionalista sobre os estudos da estrutura de capital. O trabalho seminal de Modigliani & Miller (MM, 1958) trouxe um impulso na investigação sobre a estrutura de capital e a partir dele, a literatura relacionada com o tema tem vindo a evoluir, quer do ponto de vista teórico quer do ponto de vista empírico com importantes contribuições (Brito, Corrar & Batistela, 2007; Campenhout & Caneghem, 2013; Buvanendra et al., 2017). Na sua abordagem, Modigliani & Miller (1958) basearam-se num conjunto de pressupostos, nomeadamente: a inexistência de impostos, de custos de transação, de custos de falência, de custos de agência, de assimetria de informação, ou seja, o mercado de capital funciona de maneira perfeita, concluindo que a estrutura de capital da empresa não tem influência no valor da empresa.

Alguns anos depois, Modigliani & Miller (1963) reconheceram que o modelo anteriormente usado apresentava falhas, por não ter considerado o efeito dos impostos nas decisões de estrutura de capital da empresa. Com a consideração dos impostos sobre o rendimento das empresas e com a possibilidade deste se reduzir na presença de encargos financeiros decorrentes da dívida, Modigliani & Miller (1963) concluíram que existem benefícios fiscais proporcionados pelo financiamento com base em capital alheio, o qual deve ser preferido em detrimento dos capitais próprios, sob o objetivo de aumentar o valor de mercado da empresa. Assim, os

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

benefícios fiscais associados à dívida incentivam as empresas no recurso a capital alheio para financiarem os seus ativos. Todavia, a empresa não pode financiar os seus ativos recorrendo totalmente a capitais alheios, para evitar custos de falência (Brito, et al., 2007; Vergas, Cerqueira & Brandão, 2015).

Nesta sequência, esta abordagem teórica foi desenvolvida por várias investigações com a revisão e/ou crítica sucessiva dos pressupostos da existência de um mercado de capitais perfeito. Surgiram diferentes perspectivas teóricas sobre os determinantes de estrutura de capital das empresas, tendo em conta a imperfeição do mercado de capitais (Bhaird & Lucey, 2010; Haro-de-rosario, Caba-Pérez & Cazorla-papis, 2015; Kumar & Rao, 2015; Yazdanfar & Öhman, 2017).

Um aumento do capital alheio, pode provocar uma subida do risco de *default* da empresa, tendo em conta a obrigatoriedade do pagamento do valor da dívida e de juros. Com isto, pode ter-se uma noção de que o recurso ao capital alheio pode ser benéfico para a empresa até ao ponto em que o risco de *default* e os custos de falência decorrentes são inferiores aos benefícios fiscais associados à dívida (Rocha, 2014). Neste seguimento surge a teoria do *Trade-Off* estático. Para além desta teoria podemos referir em contexto das teorias da estrutura de capital, a teoria da *Pecking Order*, a teoria de custos de Agência e a teoria *Market Timing* (Haro-de-rosario, et al., 2015; Kumar & Rao, 2015) que em seguida são objeto de exposição.

### **2.2.1 - Teoria do *Trade-Off***

Com base na teoria de Modigliani & Miller (1958; 1963) surgem vários desenvolvimentos teóricos, nomeadamente a teoria *trade-off* “estático”. A versão clássica dessa teoria foi desenvolvida inicialmente em 1973 por Kraus e Litzenberger, com o argumento de que as empresas escolhem sua estrutura de capital ideal ao avaliar os benefícios e os custos associados à estrutura de capital (Ezirim, Ezirim & Momodu, 2017). No entanto, alguns autores (Benkraiem & Gurau, 2013) defendem que a teoria do *trade-off* leva em consideração dois elementos financeiros: benefícios fiscais versus custos de falência. Portanto, a referida teoria enfatiza que a estrutura de capital de uma determinada empresa é ótima, quando, os benefícios fiscais igualam os custos de falência.

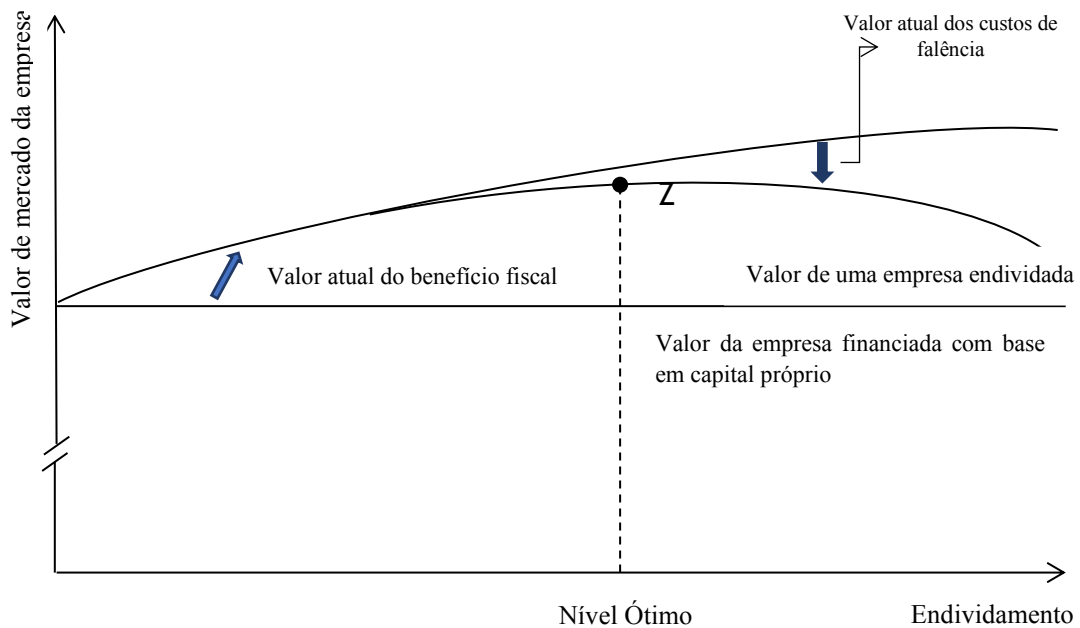
Os custos de falência surgem à medida que a empresa recorre a capital alheio para financiar as suas atividades. Quanto maior for o rácio de endividamento da empresa, maior é a sua probabilidade de falência. A empresa está exposta a custos de falência, na medida em que a mesma se torna incapaz de cumprir as suas obrigações de forma eficaz para com os detentores do capital alheio. Existem dois tipos de custos de falência: os custos diretos de falência que são aqueles que estão diretamente relacionados com a gestão do processo de falência em si, tais como: despesas legais e contabilísticas, custos de levantamento do património da massa falida, dificuldades na venda de ativos ilíquidos, entre outros (Warner, 1977; Benkraiem &

## Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola

Gurau, 2013). Estes autores afirmam que os custos de falência diretos são insignificantes em comparação com o valor de mercado das grandes empresas, no entanto, podem representar um custo substancial, considerando a componente fixa dos custos, em contexto das PME. Por outro lado, os custos indiretos de falência (custos de dificuldades financeiras) estão relacionados com os fatores de ameaça de falência de empresa, isto é, antes que esta ocorra, como por exemplo: perda de fornecedores, clientes e funcionários, perda de flexibilidade financeira, etc. (Warner, 1977; Brealey, Myers & Allen, 2007).

Como se pode constatar no gráfico 1, o ponto Z representa o ponto ótimo no qual o benefício fiscal marginal resultante de uma unidade adicional de dívida é igual ao custo marginal de uma unidade adicional, ou seja, é o ponto no qual os benefícios fiscais e os custos de falência se igualam. A teoria do *trade-off* estático apresenta a estrutura ótima de capital da empresa em um determinado momento. Robichek & Myers (1966), com base nas premissas de MM relacionadas ao nível de endividamento, tais como: na ausência de impostos, o valor da empresa não é afetado com o nível de endividamento e, na presença de impostos, a empresa procura maximizar o seu nível de endividamento, caso seja possível, até um certo ponto, concluíram que na ausência de impostos, não existe um único nível de endividamento ótimo e no caso de existência de impostos, a empresa terá um ponto no qual o nível de endividamento é considerado ótimo.

Gráfico 1 - Teoria de *trade-off* estático



Fonte: Robichek e Myers (1966) e Myers (1984)

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

No enquadramento da teoria de *trade-off* dinâmico, as empresas ajustam o seu rácio de endividamento real em direção ao rácio de endividamento ótimo, passando assim a referir-se um rácio de endividamento objetivo, para o qual a empresa se direciona ao longo do tempo (Hulburt & Scherr, 2003; Serrasqueiro & Caetano, 2015). Nesta abordagem, (Frank & Goyal, 2014; Burgstaller & Wagner, 2015), o caráter dinâmico das decisões de estrutura de capital, deve-se à existência dos custos de ajustamento e custos de desvio do nível de dívida corrente relativamente ao nível de dívida objetivo.

Sardo & Serrasqueiro (2017) destacam que sob o enquadramento da teoria de *trade-off* dinâmico, as empresas ajustam o seu rácio de endividamento atual em relação ao rácio de endividamento alvo, ou seja, em determinados períodos de tempo, algumas empresas podem possuir um rácio de endividamento diferente do rácio de endividamento alvo, devido a presença dos custos de ajustamento, tais como: custos de transação e os custos de agência relacionados com a dívida. Além disso, a empresa está exposta a custos de desvio por se distanciar da estrutura de capital objetivo. Em períodos de afastamento, é provável que empresa opte por seguir uma ordem hierárquica na seleção de fontes de financiamento, ou seja, os princípios da teoria da *pecking order* nas suas decisões de estrutura de capital (Ahmad & Etudaiye-Muhtar, 2017; Sardo & Serrasqueiro, 2017).

Entretanto, as PME que pretendem ajustar o seu rácio de endividamento corrente em direção ao rácio de endividamento objetivo, para o efeito, necessitam de equilibrar os custos de ajustamento associados ao financiamento externo em relação aos custos do desequilíbrio financeiro, isto é, os custos financeiros associados à penalização por parte dos credores devido ao desequilíbrio na estrutura de capital da empresa, sobretudo se apresentar rácios de endividamento muito superiores aos observados pela empresa no passado. Porém, quanto maiores/menores forem os custos de ajustamento em relação aos custos do desequilíbrio financeiro, a velocidade de ajustamento em direção ao nível de dívida alvo, tende a ser menor/menor (Sardo & Serrasqueiro, 2017).

Myers (1984) e Brealey, et al., (2007) afirmam que o grau de endividamento não é igual para todas empresas. Por um lado, as empresas com maior risco e com menor proporção de ativos tangíveis tendem a ter um nível de endividamento mais baixo, pelo facto de se depararem com maiores custos de financiamento. Por outro lado, quanto mais baixo for o risco e maior a proporção de ativos tangíveis, maior é o nível de endividamento da empresa com menores custos da dívida.

### **2.2.2 - Teoria da *Pecking Order***

Segundo De Jong, Verbeek & Verwijmeren, (2010) a teoria da *pecking order* teve o seu início com o trabalho de Donaldson (1961). Anos depois, (Myers & Majluf, 1984; Myers, 1984) baseiam-se na assimetria de informação como pilar fundamental da teoria da *pecking order*. Assim, a

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

forma de minimizar os custos associados à assimetria de informação e outros custos de financiamento, consiste na utilização prioritária dos lucros acumulados pelas empresas, para o financiamento das suas necessidades correntes e dos seus projetos de investimento (Burgstaller & Wagner, 2015).

A teoria da *pecking order* descarta a possibilidade de existência de uma estrutura ótima de capital defendida pela teoria de *trade-off*. Segundo a teoria da *pecking order*, a estrutura de capital das empresas é formada obedecendo a uma determinada hierarquia quanto à seleção das fontes de financiamento: as empresas têm como fonte prioritária de financiamento os recursos financeiros internos (lucros retidos) (Dasilas & Papasyriopoulos, 2015). Em caso de insuficiência dos recursos internos, as empresas recorrem ao financiamento externo, partindo da utilização do capital alheio (em primeiro lugar, preferindo contrair dívidas de curto prazo, já que apresentam menos risco ou quiçá sem risco; e somente a posteriori recorrem a dívida com risco) e, finalmente, recorrem a capital próprio externo (emissão de novas ações/aumentos de capital junto de investidores externos) como forma de financiar as suas oportunidades de crescimento.

Nos países cujo sistema financeiro é orientado para a banca, os proprietários das PME optam pelo financiamento por via bancária, quando os recursos internos escasseiam, e são relutantes no recurso a capital próprio externo, como por exemplo, a capital de investidores privados e ao capital de risco (Myers, 1984, 2001; Vargas, Milena, Corredor, & Adolfo, 2013; Serrasqueiro & Caetano, 2015). Para as PME, o aumento de capital próprio junto de investidores externos não é uma forma de financiamento viável, tendo em conta as dificuldades de acesso ao mercado de capital, já que maior parte das PME não preenchem os requisitos de admissão ao mercado bolsista.

Segundo a teoria da *pecking order*, as empresas com um maior índice de rentabilidade têm um rácio de endividamento menor, já que os lucros retidos tendem a ser reinvestidos na empresa (autofinanciamento). Por sua vez, as empresas menos rentáveis não possuem lucros retidos suficientes para o autofinanciamento, e para se financiarem recorrem a capital alheio (dívida). Portanto, estas empresas apresentam maior nível de endividamento. Existe uma relação inversa entre a rentabilidade das empresas e o nível de endividamento, segundo a teoria da *pecking order* (González & González, 2012; Serrasqueiro & Caetano, 2015).

Vários estudos empíricos foram realizados, considerando as teorias *trade-off* e *pecking order* na análise das decisões de estrutura de capital das PME. A maior parte desses estudos apresentou fortes indícios de que há evidências que a teoria da *pecking order* é aquela que as PME seguem para financiarem as suas oportunidades de investimento (Serrasqueiro, Armada & Nunes, 2011; Mateev, Poutziouris & Ivanov, 2013). A teoria da *pecking order* tem sido enfatizada por vários autores tendo em conta a sua relevância particular para as PME (Hall, Hutchinson & Michaelas, 2004; Al-Najjar, 2015).

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Serrasqueiro & Nunes (2012) afirmam que as empresas têm tendência para reter de forma contínua os lucros obtidos ao longo de seu ciclo de vida, por forma a evitar o recurso à dívida para financiar os seus projetos de investimento. Porém, as PME recorrem à dívida, provavelmente pelo facto de possuírem recursos financeiros retidos (lucros acumulados) escassos, para o seu financiamento. As PME têm maior acessibilidade à dívida de curto prazo, o que as obriga a uma gestão financeira da sua tesouraria, mais apertada para atender às suas obrigações em função do período de vencimento da dívida (Serrasqueiro & Nunes, 2012; Kumar & Rao, 2015).

Portanto, tendo em conta as características das PME, nomeadamente a sua dimensão, a possível escassez de ativos tangíveis que não permite atenuar os problemas de assimetria de informação com os credores, pode registar-se consequências negativas no acesso à dívida de longo prazo, ou seja, à dívida de maturidade longa com consequência no financiamento de ativos fixos de longa duração.

### **2.2.3 - Teoria de Agência**

A abordagem da teoria da agência teve início na década de setenta nos Estados Unidos, quando a economia começou a funcionar menos bem, sendo a forte dispersão do capital apontada como causa imediata da ineficácia das grandes empresas americanas (Coelho, 1993).

Vários autores (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986) afirmam que a teoria de agência se centra nos potenciais conflitos de interesse entre os detentores de capital próprio (principal) da empresa os gestores (agente). Os acionistas (principal) contratam e delegam a autoridade a uma pessoa (agente) para agir e tomar decisões em nome dos acionistas (principal), a fim de criar e/ou maximizar o valor da empresa. De acordo com Bosse & Phillips (2016) é impossível o conhecimento de forma antecipada por parte do principal, de quanto aquele valor será maximizado devido à incerteza em relação ao nível de esforço do agente e a fatores exógenos. No entanto, do contrato celebrado entre ambas partes, os detentores de capital próprio ficam na expectativa de que o valor futuro da empresa seja maior que o valor atual.

Jensen & Meckling (1976) afirmam que numa relação de agência se supõe a existência do objetivo de maximização da função utilidade, prosseguido por cada uma das partes envolvidas na relação de agência. Por esta razão, o agente não estará agindo no sentido de maximizar os interesses do principal, ou seja, os gestores das empresas tendem a prosseguir o objetivo da satisfação dos seus próprios interesses (Jensen, 1986), gerando desta forma conflitos entre as duas partes. Tal pode implicar que o principal não receba o montante do valor esperado ( $E(V)$ ) a partir do acordo, mas, em vez disso, algo menos:  $E(V - C)$ , tendo em conta os custos de agência ( $C$ ). O padrão dos custos da teoria de agência segundo Bosse & Phillips (2016) é apresentado na Figura 1 abaixo:

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

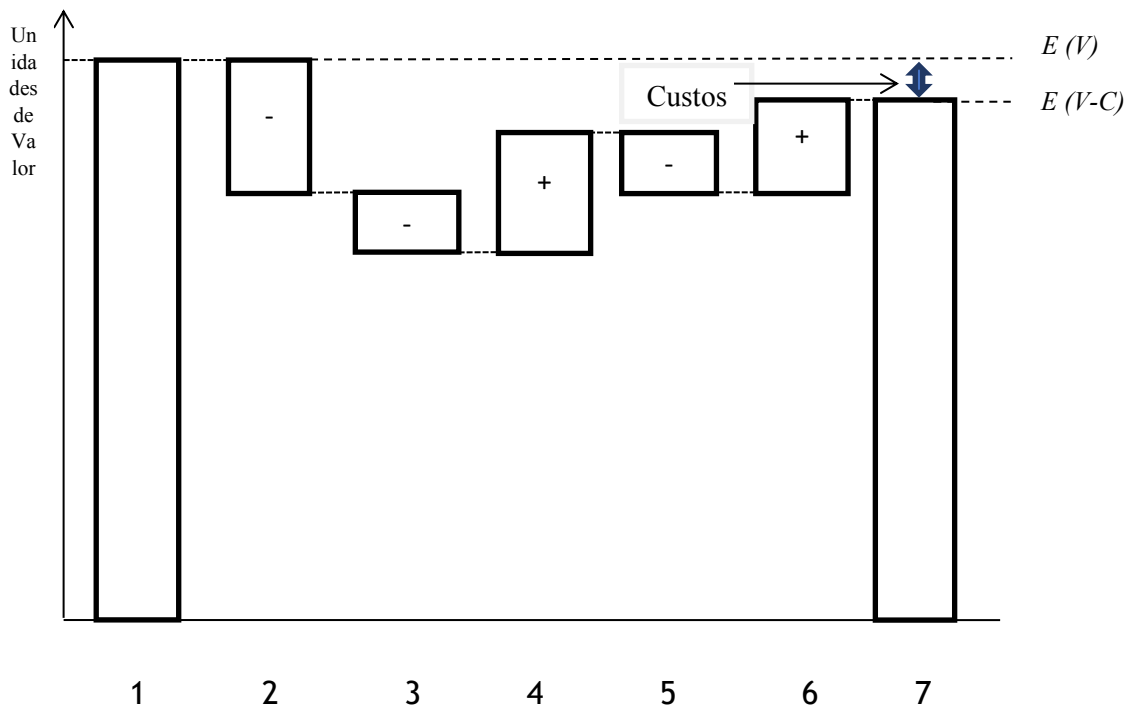


Figura 1 - O padrão da teoria de agência

Fonte: Adaptado de Bosse & Phillips (2016)

Onde:

1. Representa o desempenho da empresa sem a existência de problema da agência;
2. A empresa apresenta o custo de agência absoluto (não mitigado);
3. Custo do mecanismo de alinhamento de incentivos, ou seja, a contratação de um agente pelo principal acarreta custos para a empresa;
4. Benefício esperado pelo principal do mecanismo de alinhamento de incentivos;
5. Custo do mecanismo de monitorização, isto é, o principal contrata uma equipa especializada para monitorar os serviços prestados pelo agente.
6. Benefício esperado pelo principal do mecanismo de monitorização realizada;
7. Desempenho da empresa após mitigação do problema da agência.

Segundo a teoria da agência, uma das partes (agente) detém informação completa acerca da empresa, enquanto os acionistas (principal) possuem informação parcial ou incompleta, tendo em conta os interesses próprios do principal e agente.

Segundo Vergas et al. (2015) os custos de agência podem ser de dois tipos. O primeiro tipo de custos está associado ao processo de gestão da empresa, (Al-Najjar & Al-Najjar, 2017), na

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

medida em que o proprietário ou principal contrata um agente para que este último atue com base nos interesses do principal. Já o segundo tipo de custos está relacionado com potenciais conflitos entre acionistas/gestores e os financiadores externos à empresa.

Uma das formas que obriga o agente, i.e., os gestores a prosseguirem os interesses da empresa/acionista, consiste no aumento do nível da dívida da empresa. Isto resulta na redução dos fundos disponíveis que evita que o agente utilize estes fundos em investimentos não rentáveis ou os use para benefícios próprios.

O mecanismo de monitorização dos serviços prestados pelos gestores visa a redução dos custos de agência gerados, tendo em conta a assimetria de informação entre os gestores e os detentores de capital próprio (Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983).

Para a redução dos custos de agência, Jensen & Meckling (1976) propõem o recurso a capital de terceiros como forma de reduzir a intenção oportunista dos gestores da empresa, tendo em conta a redução dos fluxos de caixa disponíveis para a implementação de estratégias a favor dos interesses dos gestores.

A teoria de agência tem vindo a ser abordada no contexto das PME por alguns autores (Al-Najjar, 2015; Al-Najjar & Al-Najjar, 2017), evidenciando-se problemas de assimetria de informação, sendo que probabilidade destas empresas se defrontarem com custos de agência resultantes dos conflitos entre empresários/gestores e credores é maior.

Bhaird & Lucey (2010) e Rocca, et al. (2010) destacam que ao longo do ciclo de vida da empresa, os problemas de agência tendem a diminuir. Os autores defendem que as PME mais jovens apresentam maiores problemas de omissão de informação do que as empresas mais velhas, o que pode influenciar negativamente o acesso ao endividamento das PME jovens. As PME mais velhas já alcançaram uma certa reputação que, obviamente, atenuará os problemas do risco moral, maior número de ativos sob a forma de stocks e/ou ativos fixos, já que ativos podem servir como garantias dos empréstimos facilitando assim a captação de recursos externos para o financiamento.

Considerando a imperfeição do mercado de capitais, nomeadamente a existência de assimetria de informação entre os acionistas e os gestores, no que diz respeito a perspectivas futuras da empresa, Ross (1977) propôs um modelo de sinalização de incentivo, disponibilizando para o mercado as informações financeiras baseadas nas decisões relativas à estrutura capital da empresa. A teoria de Ross (1977) denomina-se teoria de sinal.

### **2.2.3.1 - Assimetria de Informação**

A assimetria de informação é muito debatida em finanças empresariais, tendo em conta o desequilíbrio da posse de informação entre os empresários/gestores (mutuário) e os fornecedores de capital externo (mutuantes), o que pode condicionar a circulação do capital e a possibilidade de as empresas financiarem as suas oportunidades de investimento. Em contexto

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

de PME podem surgir problemas de assimetria de informação entre os seus proprietários/gestores e os bancos (Stiglitz & Weiss, 1981; Myers & Majluf, 1984; Blazy, Martel & Nigam, 2014; Hong, College & Korea, 2017). Consequentemente, ocorrem problemas de seleção adversa e risco moral (García-teruel, Martínez-solano & Sánchez-ballesta, 2014). Com isto, é provável que os problemas de seleção adversa e o risco moral influenciem negativamente a capacidade e as condições das PME obterem crédito.

Vários autores afirmam que as instituições financeiras, nomeadamente os bancos, são mais eficazes no monitoramento dos mutuários do que outros credores, já que os bancos têm um maior acesso às informações de uma empresa, o que lhes permite possuírem uma estreita relação com as referidas empresas (Diamond, 1991; Chen, Ding & Wu, 2014; García-teruel, et al., 2014; Hong, et al., 2017). Um monitoramento eficiente das empresas leva a um ajustamento dos interesses dos gestores da empresa e dos acionistas e consequentemente, contribuindo para a redução do risco moral, no que se refere aos investimentos a serem realizados.

Uma das formas de aumentar a aproximação das PME aos credores e investidores, visando facilitar o acesso ao financiamento por dívida, consiste num aumento de divulgação de informação acerca da empresa ou na redução substancial da omissão da mesma. Estudos anteriores confirmam o impacto da assimetria de informação na possibilidade de acesso das PME a empréstimos bancários. Para García-Teruel, et al., (2014) espera-se que em países onde o sistema financeiro é baseado na banca, a redução da assimetria de informação possa contribuir para melhoria de acesso a fontes de financiamento externas, concretamente aos empréstimos bancários. No entanto, o financiamento das oportunidades de investimento através dos empréstimos bancários pode variar com a dimensão de oferta informal de capital. Além disso, quando o recurso a outras fontes de capital é facilitado, por exemplo, através de amigos e familiares ou outras fontes informais, tal pode reduzir a dependência das empresas a empréstimos bancários (Hall, et al., 2004).

A informação assimétrica afeta igualmente as decisões de investimento das empresas e a sua relação com as fontes de financiamento, podendo afetar a reputação e o valor da empresa (Myers & Majluf, 1984). Como foi realçado anteriormente a divulgação de mais informação sobre a empresa, por parte dos gestores faz com que os credores/investidores interpretem de uma forma mais clara as decisões e ações da empresa. Shyam-Sunder & Myers (1999) salientam o problema da informação assimétrica associado ao financiamento com recurso aos capitais externos que pode inibir a capacidade de crescimento das empresas. A figura 2 apresenta os problemas resultantes da assimetria de informação na relação Banco-PME.

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**



*Figura 2 - Problemas resultantes da assimetria de informação*

Fonte: Adaptado de Chrisman, Chua, & Litz, (2004)

A relação Banco-PME, pressupõe a existência da seleção adversa na medida em que há assimetria de informação entre as duas partes, ou seja, o banco não dispõe de informação suficiente sobre a situação económico-financeira da empresa e o risco moral está associado com a não observância das ações praticadas pela outra parte (i.e. empresas) após o estabelecimento do contrato, o que pode provocar altos custos de agência para os bancos, obrigando a definir critérios e procedimentos mais eficientes para monitorar o financiamento concedido com consequências negativas nas condições concedidas às PME (Chrisman et al., 2004).

#### **2.2.4 - Teoria do Sinal**

A teoria do sinal indica que geralmente, os gestores da empresa estão melhor informados sobre as perspectivas futuras dos fluxos de caixa, em detrimento dos potenciais investidores externos no mercado que estão dispostos a investir na empresa na forma de capital próprio (acionistas), ou dívida (credores), estes últimos não possuem mesmo conhecimento das estimativas respeitantes aos fluxos financeiros futuros. Todavia, as empresas têm melhor estimativa acerca dos fluxos futuros de caixa (Myers & Majluf, 1984; Blazy, Martel & Nigam, 2014).

As projeções futuras da empresa podem ser sinalizadas ao mercado pelos gestores através das suas decisões de estrutura de capital. Se as mesmas forem consideradas positivamente pelo mercado, então a empresa pode captar recursos de terceiros em condições favoráveis.

#### **2.2.5 - Teoria de *Market Timing***

Esta teoria é a mais recente das teorias anteriormente apresentadas. Baker & Wurgler (2002) são considerados como os pioneiros da teoria *Market Timing*, ao aplicá-la como uma alternativa às teorias clássicas sobre os determinantes da estrutura de capital. A teoria focaliza-se fundamentalmente no que diz respeito ao momento das decisões financeiras, em que os gestores analisam as condições de mercado de dívida e de ações, optando por aquelas que

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

forem mais favoráveis, ou seja, a emissão de novas ações pelas empresas é feita quando o preço das mesmas estiver em alta e recompram quando o preço se situar abaixo da média do mercado (Graham & Harvey, 2001; Baker & Wurgler, 2002; Kumar & Rao, 2015; Vergas, et al., 2015).

No que concerne à emissão de novas ações, vários estudos (Frankel & Lee, 1998; La Porta, Lopez-de-silanes, Shleifer & Vishny, 1998; Mahlophe & Muzindutsi, 2017) evidenciam que os gestores procuram obter ganhos com base na previsão dos preços futuros das ações. De igual modo, alguns estudos apresentam evidências acerca da preferência pela emissão de ações como fonte de capital, caso em que os retornos esperados são altos e recorre-se à dívida, quando se constatar que os retornos das ações são baixos (Baker & Wurgler, 2000; Denis & Sarin, 2001; Mahlophe & Muzindutsi, 2017).

Portanto, as empresas tomam as suas decisões de financiamento em função das expectativas futuras do preço das ações no mercado, como sendo um dos fatores que não está sob controlo da empresa (exógeno), isto é, emitindo as novas ações em caso de sobrevalorização no mercado em relação ao valor contabilístico e no caso contrário, a aquisição (Vergas, et al., 2015). Para os autores, existe uma correlação inversa entre a dívida e a sobreavaliação do mercado para as empresas não financeiras no contexto dos Estados Unidos, segundo a teoria *Market timing*.

Fazendo um breve resumo das abordagens teóricas já mencionadas, começando por Modigliani & Miller (1958) nesta altura, o foco principal da teoria foi a conclusão que a estrutura de capital não influencia o valor da empresa. Mais tarde, e após a introdução do efeito fiscal por Modigliani & Miller (1963) nas decisões de estrutura de capital, surgiu a teoria do *trade-off* estático que considera a existência de uma estrutura de capital ótima que resulta de um *trade-off* entre os custos de falência e benefícios fiscais associados à dívida. Jensen & Meckling (1976) apresentaram uma nova abordagem, isto é, a teoria de agência que se baseia na existência de um nível ótimo de endividamento, com base na mitigação dos conflitos de interesse dos vários intervenientes.

A abordagem de Myers (1984) e Myers & Majluf (1984), designada por teoria da *pecking order*, defende que as empresas seguem uma hierarquia na escolha de fontes de financiamento que começa com os lucros retidos e, por último, com a emissão de ações junto de investidores externos. Finalmente, a teoria *market timing* proposta por Baker & Wurgler (2002) reincide sobre as reações do mercado das ações para a tomada das decisões de financiamento dos agentes económicos, concluindo que as empresas emitem novas ações quando o preço das mesmas está em alta e no caso contrário, as empresas procedem à recompra de ação.

As PME desempenham um importante papel de desenvolvimento económico e social de qualquer região. No entanto, as PME ainda enfrentam inúmeras restrições no acesso a fontes de financiamento, tornando interessante o estudo dos principais fatores determinantes que podem afetar a sua estrutura de capital. Em seguida, apresentam-se os vários fatores determinantes

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

da estrutura de capital das PME considerados em vários estudos anteriores (Bhaird & Lucey, 2010; Serrasqueiro & Nunes, 2012; Kumar & Rao, 2015; Sardo & Serrasqueiro, 2017).

No presente estudo, foram abordadas as diferentes teorias relacionadas com a estrutura de capital das empresas em geral, com muita frequência a ênfase recai em particular sobre as teorias ligadas às PME, que são consideradas na literatura: a teoria da *trade-off* e a teoria da *pecking order*.

### **2.3 - Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das PME**

Os estudos sobre a estrutura de capital têm aumentado nos últimos anos apesar da complexidade do tema. As decisões de estrutura de capital afetam o crescimento da empresa e conseqüentemente o seu valor.

Um número considerável de estudos empíricos realizou as suas pesquisas sobre os determinantes da estrutura de capital concentrando-se em empresas de grande dimensão cotadas em bolsas de valores (Titman & Twite, 2012; Vatavu, 2012; Correa, Basso & Nakamura, 2013).

Nos últimos anos, este quadro tem sido alterado, isto é, aumentando o número de estudos sobre as PME. Assim sendo, para o estudo dos fatores determinantes da estrutura de capital das PME, é necessário ter em atenção um conjunto de especificidades destas empresas. Ang (1992) e Dwyer & Kotey (2015) defendem que as PME têm um conjunto de características e/ou questões complexas em relação às grandes empresas, como por exemplo: a presença do imposto predial, as características do proprietário, a prevalência de contratos implícitos, entre outros. Para além das características da empresa, outros estudos investigaram, especialmente a influência das características do país na estrutura de capital das empresas (De Jong, Kabir, & Nguyen, 2008; Fan, Titman & Twite, 2012; Jõeveer, 2013).

Apresentam-se a seguir, os principais determinantes da estrutura de capital das empresas em conformidade com vários estudos empíricos anteriores.

#### **Tangibilidade dos ativos**

Os ativos tangíveis representam um elemento importante na obtenção de capital alheio, ou seja, quanto maior for o valor dos ativos tangíveis, maior é a probabilidade de a empresa ser financiada com recursos alheios e com custos mais baixos. Vários autores afirmam que por uma lado, uma empresa com uma elevada quantidade de ativos tangíveis pode ter a possibilidade de aumentar o seu valor de liquidação, por outro lado, estes ativos podem servir de garantias para o reembolso da dívida (Benkraiem & Gurau, 2013).

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Para Lim (2012) e Öztekin (2015) a maioria das pesquisas empíricas confirma que a tangibilidade dos ativos afeta a alavancagem financeira das empresas, ou seja, espera-se que uma empresa com uma elevada proporção de ativos fixos apresente elevada capacidade de cumprir com as suas obrigações financeiras junto dos credores aumentando assim as oportunidades de acesso ao financiamento externo.

Segundo Benkraiem & Gurau (2013) e Ohman & Yazdanfar (2017) existe uma relação entre a tangibilidade dos ativos e a assimetria de informação, o risco moral e os custos de agência, por esta razão pode-se concluir que o grau de ativos tangíveis de uma empresa influencia a sua estrutura de capital. Desta feita, os ativos tangíveis podem servir de garantia no momento em que as empresas recorrem ao financiamento através de fontes externas. No caso de dívida de curto prazo, os ativos tangíveis podem não assumir importância, como garantias para obtenção de dívida. Assim sendo, as teorias de *trade-off* e *pecking order* estabelecem um relacionamento positivo entre endividamento e tangibilidade dos ativos (Myers, 1984).

Cassar & Holmes (2003) e Ohman & Yazdanfar (2017), sobre a estrutura de capital das PME, concluíram que a tangibilidade dos ativos de uma empresa tem uma relação positiva com o endividamento de longo prazo e o endividamento total. Logo, quanto maior for a quantidade dos ativos tangíveis de uma empresa, maior é a probabilidade dessa empresa recorrer ao endividamento de longo prazo através das instituições financeiras, uma vez que são empresas, geralmente, com capacidade de prestar garantias junto dos credores e assim, obterem condições mais vantajosas no acesso ao crédito (De Jong, et al., 2008; Ohman & Yazdanfar, 2017).

### **Tamanho ou dimensão**

O tamanho da empresa é considerado em vários estudos (Bhaird & Lucey, 2010; Hendrawan, 2012b) como um dos fatores com maior relevância para o acesso à dívida, especialmente a empréstimos de longo prazo.

Fama & French (2002) e Haro-de-rosario, et al. (2015) salientam que o tamanho da empresa está associada ou se relaciona com o nível de endividamento, embora não exista um consenso acerca do tipo de relacionamento identificando-se uma relação negativa entre o tamanho das PME e o nível de endividamento de curto prazo (Yazdanfar & Ödlund, 2010; Ohman & Yazdanfar, 2017) e uma relação positiva entre a dimensão e a dívida de longo prazo (Bhaird & Lucey, 2010). Por outro lado, alguns estudos realizados não encontraram evidências de que o tamanho esteja relacionado com o nível de endividamento da empresa (Peñaloza & Figueiredo, 2011; Santos, Ribeiro, Silva, & Melo, 2016).

De acordo Hendrawan (2012a) quer em contexto de empresas de grande dimensão quer em contexto de PME, a dimensão relaciona-se positivamente com o nível do endividamento. Todavia, Haro-de-rosario et al. (2015) destacam que esta relação é conflitante em contexto de

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

PME, visto que alguns estudos empíricos encontraram uma relação positiva e outros uma relação negativa (Titman & Wessels, 1988).

Vatavu (2012), apoiando-se na teoria do *trade-off*, existe uma relação positiva entre tamanho da empresa e o nível de endividamento. Os estudos de Al-Najjar & Al-Najjar (2017) e Ohman & Yazdanfar (2017) argumentam que as grandes empresas, geralmente são as mais diversificadas, enfrentam menos problemas de assimetria de informação, menos risco moral e de falência, menos dificuldades financeiras e podem ter acesso a uma grande proporção da dívida de longo prazo, enquanto as PME tendem a usar dívida de curto prazo como substituto da dívida de longo prazo, para minimizar o impacto de problemas de assimetria de informação. As grandes empresas têm uma reputação considerável, o que permite obter uma maior vantagem na acessibilidade ao endividamento em comparação com as PME (Youssef & El-Ghonamie, 2015).

No que diz respeito às PME, Hall et al., (2004) afirmam que as PME são empresas de alto risco, o que torna difícil o acesso ao financiamento externo, apurando-se uma relação negativa entre as duas variáveis (tamanho e nível de endividamento) e a maior probabilidade de insolvência. Assim sendo, é provável que as empresas de menor dimensão enfrentem maiores dificuldades na obtenção de empréstimos de longo prazo, de tal maneira que quanto maior for o tamanho da empresa, maior é a probabilidade de obtenção de dívida de longo prazo. As dificuldades das PME na obtenção de dívida de longo prazo, podem implicar o recurso frequente a dívidas de curto prazo (Hall et al., 2004; Serrasqueiro, Nunes & Armada, 2016).

Com base na teoria *pecking order*, Youssef & El-Ghonamie (2015) destacam a existência de uma relação negativa entre o tamanho da empresa e o nível de endividamento, já que quanto maior a dimensão da empresa menores os problemas de assimetria de informação, o que possibilita melhores condições no acesso à dívida de longo prazo.

### **Idade**

As instituições de financiamento, no momento de concessão de crédito, levam em conta a idade da empresa, a qual se refere ao número de anos que a empresa já opera no mercado, dedicando-se à atividade de negócio que desempenha. Para estas instituições, a idade da empresa permite-lhes avaliar o tempo de permanência e persistência da empresa, o posicionamento no setor em que atua, como também as suas projeções futuras.

A idade de uma empresa, confere-lhe reputação, notoriedade, credibilidade e as possíveis quantidades de ativos tangíveis que ela apresenta no mercado em que atua (Vieira & Novo, 2010; Serrasqueiro & Nunes, 2012). O efeito da variável idade da empresa sobre o seu endividamento é visto com alguma controvérsia na literatura (Vieira & Novo, 2010; Burgstaller & Wagner, 2015).

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Alguns estudos, tais como (Serrasqueiro, Nunes & da Silva, 2011; Serrasqueiro & Nunes, 2012; Burgstaller & Wagner, 2015; Dwyer & Kotey, 2015; Haro-de-rosario et al., 2015) afirmam que as empresas com maior idade são vistas como empresas estabilizadas e, conseqüentemente, podem optar entre dívida de curto e longo prazo, sendo que elas obtêm grande parte de recursos externos com prazos de reembolso maiores para financiar o seu crescimento, em comparação com as empresas, cuja idade é inferior, contando que as mais antigas têm um grau de assimetria de informação e do risco de falência relativamente menor. A idade da empresa no mercado pode servir como um mecanismo de sinalização, que obviamente pode refletir-se na imagem da empresa, na sua experiência, na gestão ótima das relações estabelecidas com os *shareholders* (Haro-de-rosario et al., 2015).

Portanto, nesta abordagem, Ohman & Yazdanfar (2017) argumentam com base na teoria da *pecking order* que as empresas mais antigas tendem a apresentar mais lucros acumulados, com isto, essas empresas recorrem com menor frequência ao financiamento externo. Os autores corroboram os resultados de outros estudos (Serrasqueiro & Nunes, 2012) ao sugerir que quanto mais jovem/nova for a empresas, maior é o seu rácio de endividamento de curto prazo. Isto sugere que estas empresas enfrentam maiores dificuldades de financiamento das suas atividades com recurso à dívida de longo prazo em relação as empresas mais velhas. Vos, Yeh, Carter & Tagg (2007) destacam que o financiamento das empresas com uma idade até três anos, é propenso a ser feito com o recurso às poupanças pessoais dos proprietários, membros da família e amigos/vizinhos, sendo que o nível de dívida obtido das instituições financeiras é menor.

### **Rentabilidade**

A rentabilidade é considerada igualmente como um dos fatores determinantes das decisões de estrutura de capital das empresas. A sua relação com o nível de endividamento é contraditória, ou seja, algumas evidências empíricas verificaram uma relação positiva (Chang, Lee, & Lee, 2009; Nunkoo & Boateng, 2010) e outras encontraram uma relação negativa (Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988; Fama & French, 2002; López-Gracia, 2007; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008; Serrasqueiro & Nunes, 2010; Serrasqueiro et al., 2011; Degryse, Goeij, & Kappert, 2012; Mateev et al., 2013; Matias & Serrasqueiro, 2017; Mc Namara, Murro & O'Donohoe, 2017; Öhman & Yazdanfar, 2017).

Segundo a teoria da *pecking order*, a relação entre a rentabilidade e o nível de endividamento é negativa, na medida em que as empresas seguem uma hierarquia na escolha das fontes de financiamento nas suas decisões de estrutura de capital, devido a assimetria de informação, privilegiando a utilização de fundos internos numa primeira instância em relação ao capital externo (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984; Wijst & Thurik, 1993; Benkraiem & Gurau, 2013; Proença, Laureano & Laureano, 2014; Öhman & Yazdanfar, 2017). Daí que Öhman & Yazdanfar

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

(2017) argumentem que as empresas com um grau de rentabilidade aceitável, tendem a reduzir os seus respetivos custos de agência relacionados com a dívida e, conseqüentemente, com a redução do rácio da dívida.

Em contrapartida, a teoria do *trade-off* pressupõe que a relação entre a rentabilidade e o nível de endividamento é positiva, tendo em conta que maiores níveis de rentabilidade permitem maior capacidade de reembolso da dívida, por isso um maior nível de endividamento é desejável com vista a aumentar os benefícios fiscais. As empresas mais lucrativas podem obter mais dívida devido ao menor risco de falência (Burgstaller & Wagner, 2015; Dasilas & Papasyriopoulos, 2015). No estudo de Xu (2012) postulado na teoria *trade-off*, aplicado em contexto dos Estados Unidos de América, foram encontradas evidências de uma relação negativa entre a rentabilidade e o rácio de endividamento.

### **Oportunidades de crescimento**

As oportunidades de crescimento são consideradas por vários autores como um dos fatores determinantes que pode influenciar as decisões da estrutura de capital (Nunkoo & Boateng, 2010; Dasilas & Papasyriopoulos, 2015). Portanto, a relação entre as oportunidades de crescimento e o nível de endividamento pode ser influenciada pela capacidade de crescimento da empresa.

Couto & Ferreira (2010) e Sardo & Serrasqueiro (2017) determinam o crescimento da empresa através da taxa de crescimento do ativo total líquido (ATL) da respetiva empresa, ao passo que Chang et al., (2009) propõem um conjunto de indicadores que podem ser utilizados na determinação do crescimento das empresas. Já no estudo de Michaelas, Chittenden, & Poutziouris, (1999) a determinação do crescimento foi baseada no rácio entre a diferença do ativo total atual e do período anterior e o ativo total do período anterior.

As empresas que esperam e/ou projetam oportunidades de crescimento futuras, têm maior probabilidade de possuir um nível de endividamento menor (Myers, 1977). Esse argumento tem muito a ver com o risco moral associado às oportunidades de crescimento e, conseqüentemente, o aumento de risco. Assim, as empresas com ambições de crescimento podem recorrer com maior frequência ao endividamento para sustentar as suas oportunidades de crescimento, na medida em que é exercida uma pressão sobre os lucros acumulados e pressionando os proprietários/gestores das PME ao financiamento externo (Dasilas & Papasyriopoulos, 2015; Kumar & Rao, 2015).

Em conformidade com a teoria da *pecking order*, é de esperar que exista uma relação positiva entre as oportunidades de crescimento e o rácio de endividamento, pelo facto de os fundos internos serem escassos, exigindo assim, o recurso ao financiamento externo (dívida) (Degryse et al., 2012; Burgstaller & Wagner, 2015; Dasilas & Papasyriopoulos, 2015; Öhman & Yazdanfar, 2017).

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Existe uma diferença na relação entre as oportunidades de crescimento e o rácio de endividamento das PME mais novas e as mais antigas (Matias & Serrasqueiro, 2017). Para os autores, as PME mais novas recorrem com maior frequência ao financiamento externo (dívida de curto prazo) para financiarem o seu crescimento, visto que, presumivelmente, possuem poucos recursos internos. No entanto, as PME mais velhas recorrem menos ao endividamento de curto prazo e tendem a aumentar o seu rácio de dívida de longo prazo para financiar o seu crescimento.

Nas suas hipóteses de pesquisa, Serrasqueiro & Nunes (2012) defendem que as PME mais novas tendem a ter um volume elevado de empréstimos de curto prazo em relação às PME mais velhas e, que estas últimas, possuem uma maior magnitude de empréstimos de longo prazo em comparação com as primeiras.

Abor (2008) na sua pesquisa, encontrou evidências estatisticamente significativas acerca de uma relação positiva entre as oportunidades de crescimento e o rácio da dívida de curto prazo. Öhman & Yazdanfar (2017) defendem uma relação positiva entre as oportunidades de crescimento e o rácio da dívida, já que as PME recorrem principalmente ao financiamento de curto prazo.

### **Liquidez**

Uma empresa tem liquidez, quando o seu ativo corrente supera o passivo corrente, em outras palavras, quando a empresa tem capacidade para honrar os seus compromissos de curto prazo nas datas de vencimento. Segundo Vo (2017), o efeito da liquidez nas decisões de estrutura de capital pode ser contraditório, na medida em que se prevê uma relação negativa com o endividamento, no caso das empresas com mais dívida. No entanto, também, as empresas que apresentam um grau de liquidez suficientemente maior podem apresentar uma maior magnitude da dívida, devido à maior capacidade de cumprir as suas obrigações de curto prazo nos prazos de vencimento, fazendo com que a relação entre a liquidez e o nível de endividamento seja positiva.

Burgstaller & Wagner (2015) argumentam que a teoria do *trade-off* sugere que a relação existente entre a liquidez e o rácio de endividamento é positiva. A teoria da *pecking order* prevê a existência de uma relação negativa entre a liquidez e a dívida das PME (Öhman & Yazdanfar, 2017).

### **Benefícios fiscais não associados a dívida**

Para uma empresa com resultados antes de impostos positivos, o nível de dívida tem impacto no montante suportado relativamente ao imposto que incide sobre o lucro da empresa (Vatavu, 2012). No entanto, existem outras formas que não sejam simplesmente os benefícios fiscais obtidos por outra via que não seja pelo recurso à dívida que gera juros, como é o caso, por

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

exemplo, das depreciações e amortizações que permitem obter benefícios fiscais (Dasilas & Papasyriopoulos, 2015; Matias, Baptista & Salsa, 2015; Öhman & Yazdanfar, 2017).

Em seu trabalho, Matias et al. (2015) relatam que as empresas com um certo grau de rentabilidade, mas cujos benefícios fiscais não relacionados com a dívida são menores, tendem a utilizar mais dívida em relação às empresas com um menor grau de rentabilidade.

Com base na teoria da *trade-off*, Öhman & Yazdanfar (2017) preveem uma relação negativa entre os benefícios fiscais não relacionadas com a dívida e o nível de endividamento das PME, corroborando os resultados de estudos anteriores (Wald, 1999; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008; Frank & Goyal, 2003).

Existem alguns estudos que identificaram uma relação positiva entre os benefícios fiscais não relacionados com a dívida e o nível de endividamento (Jiraporn & Gleason, 2007). Por sua vez, Degryse et al., (2012) identificaram uma relação positiva entre o endividamento de curto prazo e, negativa entre o endividamento de longo prazo e os benefícios fiscais não relacionados com a dívida.

### **Localização geográfica**

Para além das características ou fatores específicos/internos da empresa, também as características externas à empresa podem influenciar as decisões da sua estrutura de capital (Palacín-Sánchez, et al., 2013; Haro-de-rosario et al., 2015).

Neste âmbito, alguns estudos empíricos foram realizados sobre empresas cotadas, em vários países em via de desenvolvimento (Booth, Aivazian, & Demircug-kunt, 2001) e em cinco países desenvolvidos, nomeadamente França, Estados Unidos, Japão, Alemanha e Reino Unido (Wald, 1999) que concluem que os fatores externos à empresa relacionados com o país, como por exemplo, o sistema tributário, o grau de desenvolvimento dos mercados financeiros, podem ter um efeito na estrutura de capital das empresas.

No contexto das PME europeias, Hall et al. (2004) concluíram que a localização da empresa influencia as decisões da estrutura de capital. Haro-de-rosario et al. (2015) encontraram evidências estatisticamente significativas da influência da localização da empresa na estrutura de capital das empresas espanholas. Já no contexto italiano, que é caracterizado por fortes diferenças, Russo & Rossi (2001) analisaram 1700 empresas no período de 1989-1995, concluindo que as empresas localizadas em parques industriais têm menores dificuldades de acesso ao financiamento bancário em relação às empresas que estão fora, ou seja, existe uma relação entre a localização da empresa e o seu nível de endividamento.

Na mesma linha de pensamento, Hendrawan, (2012b) no seu estudo das PME na zona livre de comércio de Batam, identificou uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a localização das PME em parques industriais/empresariais e a obtenção de um empréstimo

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

bancário, o que não se verifica relativamente às empresas localizadas no exterior do parque industrial, alcançando assim, resultados semelhantes aos de Russo & Rossi (2001).

### **Indústria/setor de atividade**

O setor de atividade da empresa, também tem sido considerado como um dos fatores que pode ter impacto nas decisões de estrutura de capital das PME (Kumar & Rao, 2015). Evidências empíricas identificam uma relação significativa entre o setor de atividade e o nível de endividamento.

Em contexto das PME Suecas, Öhman & Yazdanfar (2017) identificaram uma a relação positiva (negativa) entre setor de atividade e rácio de endividamento a curto prazo (longo prazo) estatisticamente significativa. O estudo de Haro-de-rosario et al. (2015) identificaram uma relação positiva entre o setor de atividade e o rácio de dívida, sendo que as empresas inovadoras tendem a obter níveis mais elevados de dívida de longo prazo, em relação às empresas dos setores mais tradicionais, como por exemplo, agricultura, pecuária e pesca, serviço, comércio, indústria. Finalmente, Hendrawan (2012b) concluiu que existe uma relação positiva entre o setor de atividade e o nível de dívida das PME, o estudo empírico foi aplicado nas PME da zona de livre comércio de Batam.

### **Risco**

O risco afeta negativamente o acesso ao financiamento externo da empresa. As empresas com um alto grau de risco podem reduzir a volatilidade do lucro líquido, com base na estratégia de redução do recurso ao endividamento e, conseqüentemente, na redução da probabilidade de falência (Myers, 1984; Haro-de-rosario et al., 2015). Para os autores, as PME apresentam maior nível de risco, o que torna difícil a obtenção de dívida no mercado de crédito, em particular dívida de longo prazo.

## **2.4 - Fontes de Financiamento das PME**

As decisões de estrutura de capital das empresas, segundo Copeland, Weston, & Shasttri (2004), integram duas dimensões: as fontes de financiamento e a sua maturidade ou duração. O acesso ao financiamento pelas PME tem sido um dos principais elementos inibidor do seu desenvolvimento (Ramcharran, 2017).

### **2.4.1 - Capital Próprio e Capital Alheio**

O capital próprio trata-se de uma das fontes de financiamento das PME através de contribuições dos proprietários, lucros acumulados, capital de risco, aumentos de capital assegurados por

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

novos investidores. Na fase de arranque, ou seja, as PME mais jovens têm como a principal fonte de financiamento, o capital próprio, pelo facto de não possuírem um histórico e património que possa conquistar a confiança dos credores (Kumar & Rao, 2015). Os autores afirmam que esta fonte de financiamento é relativamente mais onerosa para as PME, em comparação com outro tipo de fonte de financiamento.

O financiamento das PME através dos capitais alheios ou das fontes externas, podem classificar-se em três grupos, nomeadamente: instituições financeiras, instituições não financeiras; Estado; fontes de financiamento informais ou não convencionais (Casey & O’Toole, 2014).

### *Instituições financeiras*

As instituições financeiras, concretamente, os bancos são considerados como a principal fonte externa de financiamento à qual as PME recorrem para financiar as suas oportunidades de investimento (Chavis, Klapper, & Love, 2010; Abor, Agbloyor, & Kuipo, 2014; Zhao & Jones-Evans, 2016; Ramcharran, 2017; Erdogan, 2018).

Apesar de ser considerada a principal fonte externa de financiamento para as PME, existem várias restrições para a obtenção de capital alheio. Alguns autores afirmam que uma das formas de redução das dificuldades na obtenção de empréstimos bancários consiste no estabelecimento de relacionamentos de longo prazo entre as PME e os bancos (Uchida, Udell, & Yamori, 2012; Loukil & Jarboui, 2016; López-Espinosa, Mayordomo & Moreno, 2017). Portanto, para estes autores, este relacionamento entre bancos e PME, pode reduzir os problemas de assimetria de informação com consequências favoráveis nas taxas de juro cobradas e nas garantias exigidas pelos credores.

Vários estudos afirmam que atendendo a restrições no acesso ao financiamento bancário e principalmente em períodos de crise, as empresas, em geral e as PME, em particular, tendem a aumentar a demanda de alternativas de financiamento aos bancos, como uma das estratégias para financiamento das suas oportunidades de crescimento.

### *Fontes informais ou não convencionais*

O financiamento das PME através das fontes formais, como é o caso tradicional de empréstimos bancários, em geral é feito mediante a apresentação de garantias suficientes que possa cobrir o risco de incumprimento, tendo em conta que as PME são consideradas de alto risco. Kumar & Rao, (2015) classificam as fontes informais de financiamento em dois tipos, sendo o *love capital*, o capital correspondente aos recursos proveniente de família e amigos e os *business angels*. Para os autores, atendendo as dificuldades das PME no que concerne ao número de ativos que podem responder pelas garantias exigidas pelos bancos e sobretudo quando estão na sua fase inicial do ciclo de vida, o recurso aos métodos informais para financiamento tem sido uma prática recorrente.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Allen, Chakrabarti, De, Qian, & Qian, (2012) sobre o financiamento das empresas na Índia, concluíram que as fontes de financiamento externas informais são utilizadas com frequência, como por exemplo os fundos fornecidos pela família e amigos, seguido dos empréstimos bancários, ou seja, em economias de rápido crescimento.

### **2.4.2 - Constrangimentos no Acesso ao Financiamento Externo**

As PME enfrentam várias restrições no acesso ao financiamento externo (Serrasqueiro & Nunes, 2012; Holmes & Gupta, 2015). O acesso limitado das PME ao financiamento externo é considerado por muitos investigadores (Vos, et al, 2007; Serrasqueiro & Nunes, 2012; Zhao & Jones-Evans, 2016) como consequência de vários motivos, como por exemplo, a assimetria de informação, problemas de agência, o alto risco operacional que se relacionam com a menor dimensão da empresa. Portanto, à medida que o acesso ao financiamento externo é limitado, as PME tendem a ter dificuldades financeiras que comprometem o seu crescimento, em particular, com consequências no crescimento económico (Fraser & Wright, 2015; Zhao & Jones-Evans, 2016).

O interesse sobre o estudo do acesso ao financiamento externo das PME tem sido muito evidente, considerando o elevado número de estudos anteriores. Mas a maioria destes estudos centrava-se numa abordagem quantitativa, considerando como, por exemplo, as variáveis idade da empresa, tamanho, rentabilidade, oportunidades de crescimento, como sendo fatores que possivelmente influenciam as empresas no acesso ao financiamento externo Wong et al. (2018).

As instituições bancárias têm sido a principal fonte de endividamento das PME. Abor et al. (2014) referenciam, que apesar de uma variedade de empréstimos que as instituições bancárias concedem, as PME ainda se deparam com muitos obstáculos na obtenção de financiamento bancário para a implementação dos investimentos pretendidos. Atendendo às dificuldades de acesso ao financiamento externo das PME, alguns estudos (Liedholm, 2001; Biekpe, 2004) afirmam que a probabilidade de falência da empresas no seu primeiro ano de atividade é superior a 20%.

As restrições no acesso ao financiamento são eventualmente mais elevadas e com um impacto negativo para as empresas de menor dimensão (Rahman et al., 2017). A maneira de reduzir estas restrições segundo vários autores (Beck, Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 2006; Abor et al., 2014) consiste na melhoria incremental do sistema financeiro para permitir acesso ao financiamento mais fácil pelas PME.

Em seguida, identificamos alguns fatores considerados na literatura como determinantes no acesso ao financiamento bancário pelas PME.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

### **Relacionamento banco-cliente ou empresa**

Uma boa relação e de longa duração entre o banco e a empresa, pode ser uma via que para a entidade bancária facilitar a concessão de empréstimo bancário à empresa (Cole, 1998; Matias, 2009).

Fanta (2016) considera que o relacionamento entre empresa-banco tem duas características principais, sendo a primeira, a facilidade de o banco possuir mais informações detalhadas do cliente ou empresa e a segunda, refere-se à avaliação da informação obtida pelo banco através das várias interações entre ambas instituições.

Os bancos cuja relação com os clientes é de longa duração, têm maiores vantagens em relação aos bancos cujo relacionamento é de curto prazo, tendo em conta que a quantidade de informação que o banco possui. Uma relação de longa duração pode reduzir os problemas de assimetria de informação, proporcionando desta forma uma maior acessibilidade de financiamento bancário para as PME (Fanta, 2016; Rahman et al., 2017).

### **Estrutura do ativo**

Vários estudos realçam que as PME apresentam ativos tangíveis insuficientes que poderiam servir como garantias ao solicitarem empréstimos bancários, o que dificulta e/ou tornando limitado o acesso ao financiamento bancário às PME (Quartey et al., 2017; Rahman et al., 2017; Erdogan, 2018).

Fanta, (2016) faz menção aos problemas de seleção adversa e de risco moral que podem ser minimizados, caso as empresas possuam garantias suficientes para prestar aos credores. Caso contrário, os bancos tendem a aplicar taxas de juro elevadas ao conceder o empréstimo, ou a concessão de empréstimo é quase nula.

### **Corrupção**

A corrupção é um fenómeno que está presente em todas as regiões e em todos os setores de atividade, independentemente do seu grau de desenvolvimento e pode ser visto de diferentes formas, acarretando consequências negativas para o crescimento e/ou desenvolvimento económico de várias maneiras (Blackburn & Sarmah, 2008). Os autores realçam que existe uma relação causal inversa entre a corrupção e o desenvolvimento económico. De Chiara & Livio, (2017) classificam a corrupção nas organizações em duas faces, sendo a primeira, constituída por um complô e a segundo, como uma usurpação.

Falando concretamente no acesso ao financiamento Atkins, Dou, & Ng (2015); Galli, Mascia & Ross, (2017) entre outros, fazem menção de que a corrupção no setor bancário tem sido um dos problemas na concessão de empréstimos bancários, já que em alguns casos, os responsáveis de crédito e outros elementos da instituição bancária, pretendem obter alguns benefícios pessoais, através do suborno, com os empréstimos concedidos aos seus clientes.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

### **Concentração bancária**

Abor et al., (2014) e Rahman et al., (2017) referem que os fatores institucionais e outros contribuem na acessibilidade ao crédito por parte das PME, mas reforçam que o nível de concentração bancária numa determinada região, pode afetar o acesso ao financiamento bancário pelas PME, ou seja, quanto maior for a concentração das instituições e/ou as decisões bancárias, as dificuldades de acesso ao crédito tendem a ser maiores para os clientes que estão mais afastados dos centros de decisão.

### **Taxa de Juro**

Rahman et al., (2017) entre outros, afirmam que as altas taxas de juro praticadas pelos bancos na concessão de empréstimos, têm estado a restringir as PME no acesso ao crédito. Altas taxas de juro de empréstimos podem comprometer as PME no cumprimento das suas obrigações financeiras, tendo em conta ao peso da dívida das mesmas.

No entanto, Fanta (2016) e Erdogan (2018) realçam que, quanto maior for a omissão de informação por parte das PME, menor é a possibilidade de obtenção de crédito bancário, nomeadamente, em termos da taxa de juro aplicada ao empréstimo bancário ser elevada ou exigência de garantias com o objetivo de minimizar o risco.

### **Localização geográfica**

A localização geográfica das PME também é considerada uma das barreiras enfrentadas quando se trata de recurso a fontes de financiamento externo. O estudo de Zhao & Jones-Evans (2016) no qual tiveram em conta 11 regiões económicas do Reino Unido, com base em mais de 65.000 entrevistas realizadas, encontraram resultados que sugerem que a localização das PME pode ser um dos elementos que influencia o acesso ao financiamento bancário.

As dificuldades enfrentadas pela PME são mais acentuadas nos países em desenvolvimento do que nos países desenvolvidos, visto que, as instituições destes últimos adotam várias estratégias que visam minimizar o risco ao concederem empréstimos. Os países africanos são os países que possuem sistemas financeiros menos desenvolvidos no grupo dos países em desenvolvimento (Allen, Otchere, & Senbet, 2011; Fowowe, 2017). No caso particular dos países da região da África Subsaariana, Berg & Fuchs (2013) concluíram que o acesso ao financiamento bancário das PME, em termos globais, representa cerca de 20% das PME têm o acesso ao financiamento bancário, com isto, implicando restrições para as PME da região.

Gelb, Ramachandran, Shah, & Turner (2007) realizaram um estudo em 26 países africanos, analisando os principais fatores que podem afetar o desenvolvimento das empresas, utilizando 17 fatores/indicadores e, constatou-se que o acesso ao financiamento externo ser o principal entrave, seguindo-se o fator relacionado com a eletricidade.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

O fator corrupção é um dos elementos que ainda é pouco considerado na literatura, como sendo influente do financiamento bancário, segundo vários estudos (Atkins et al., 2015; Galli et al., 2017). Para estes autores, existem evidências de que num ambiente altamente corrupto, os subornos afetam o acesso ao financiamento bancário, principalmente para as micro, pequenas e médias empresas.

A redução dos problemas de assimetria de informação entre os bancos e as PME pode ser alcançada nas constantes e permanentes transações realizadas ao longo do tempo entre as partes e na divulgação das informações financeiras da empresa, minimizando desta forma o risco do banco na concessão de crédito (Athavale & Edmister, 1999; Matias, Serrasqueiro & Costa, 2009).

Para García-Teruel, et al., (2014) espera-se que em países, onde o sistema financeiro é baseado na banca, a redução da assimetria de informação possa contribuir para a melhoria no acesso à fontes de financiamento externas, concretamente a empréstimos bancários.

Vários estudos empíricos realizados realçaram que o alto número de garantias solicitadas às PME e as altas taxas de juro praticadas pelos bancos têm sido obstáculos no acesso ao financiamento externo (Bernini & Montagnoli, 2017; Rahman et al., 2017).

Num estudo realizado com banqueiros turcos, Erdogan (2018) concluiu que o relacionamento e o setor de atividade influenciam o acesso ao financiamento bancário das PME. Para os autores, quanto maior for o tempo de relacionamento entre a PME e o banco, maior é a possibilidade de o banco conceder o crédito. No seu estudo, usou-se a técnica de análise temática para analisar as entrevistas que permitiu a identificação e codificação em oito temas ou categorias.

Zhao & Jones-Evans (2016) testaram a possibilidade de a localização geográfica das PME ter uma implicação no acesso ao financiamento bancário. Neste sentido, os autores encontraram evidências empíricas ao estudarem 11 regiões do Reino Unido de que a região económica na qual a PME está instalada em relação à região onde o banco está sediado constitui uma das restrições no acesso ao financiamento bancário. A concentração bancária no que se refere à tomada de decisões em contexto angolano, isto é, sua capital Luanda, pode ser considerada como uma das dificuldades que as PME enfrentam no acesso ao financiamento.

Galli et al. (2017) realizaram um estudo, com base em 68.115 observações respeitantes a Micro, Pequenas e Médias empresas de 11 países europeus para o período de 2009-2014, no qual evidenciam que o grau de corrupção associado aos empréstimos bancários varia de acordo com o país, destacando que nos países com alto grau de corrupção, as pequenas empresas enfrentam maiores restrições no acesso ao financiamento bancário do que em países com menor corrupção.

## **2.5 - Estrutura da Propriedade do Capital e Estrutura de Capital das PME**

Sun, Ding, Guo & Li (2016) afirmam que, na gestão de qualquer empresa, a estrutura de propriedade desempenha um papel fundamental para a redução dos problemas de conflitos de agência e, conseqüentemente, o seu impacto no desempenho da empresa. Para os autores, a estrutura proprietária da empresa tem uma influência positiva sobre o nível de endividamento da empresa, “embora um alto grau de estrutura de propriedade diminua a probabilidade de emissão de título sobre o capital próprio, ou seja, quanto maior for o grau de estrutura proprietária, maior é o incentivo para emitir mais títulos e menos capital”.

No contexto das PME, estas são frequentemente caracterizadas por uma propriedade do capital concentrada num pequeno número de empresários que são também os gestores das mesmas. Desta forma, os problemas de agências em contexto das PME, são os problemas entre proprietários/gestores e credores.

Chakraborty & To (2018) revelam que as empresas indianas são caracterizadas por uma estrutura proprietária concentrada maioritariamente pelos proprietários e/ou seus membros familiares, para garantir o comando de gestão e controlo da empresa. Para eles, este tipo de estrutura proprietária, podem gerar problemas de conflitos de agência entre os proprietários e credores externos. Afirmam ainda que, os problemas de conflito de agência diferem entre as economias desenvolvidas e as economias em desenvolvimento. Estas últimas, segundo os autores, são dominadas pelas empresas cuja estrutura proprietária é concentrada ou dominante maioritariamente pelos proprietários.

## Capítulo 3 - Evidências Empíricas Sobre a Estrutura de Capital -Europa, América, Ásia, Oceânia e África Subsaariana

No presente capítulo apresentam-se alguns estudos anteriores realizados em diferentes contextos, partindo inicialmente dos estudos desenvolvidos em alguns países da Europa, América e Ásia e, posteriormente, para os de alguns países da região da África Subsaariana. O interesse sobre a temática de estrutura de capital tem evoluído significativamente em todo mundo, fazendo com que o número de pesquisadores aumente.

### 3.1 - Estudos Empíricos na Europa, América, Ásia e Oceânia

Os estudos empíricos sobre a estrutura de capital das empresas, em geral e, em particular das PME datam de algumas décadas, tendo em conta a sua importância no cenário económico e social em qualquer país. Para o efeito, apresentam-se resumidamente alguns aspetos de alguns estudos prévios, nomeadamente a metodologia empregada, conclusões, entre outros. A seguir, são apresentados os estudos por continente e país.

#### 3.1.1 - Estudos Empíricos no Continente Europeu

Nesta seção são apresentados alguns estudos empíricos sobre a estrutura de capital levados a cabo nos países do continente europeu.

##### Alemanha

O estudo de Ampenberger, Schmid, Achleitner & Kaserer (2013) teve como objetivo analisar como as decisões de estrutura de capital são influenciadas pelas famílias proprietários e/ou familiares dos fundadores das empresas, com base um conjunto de dados em painel de 660 empresas industriais listadas composta por 5.135 observações no período de 1995-2006. Utilizou-se um modelo de regressão estimado por mínimos quadrados ordinários e concluíram que as empresas geridas pelos familiares apresentam uma menor taxa de alavancagem de forma significativa em comparação com outros fatores, um CEO fundador tem um grande impacto negativo na alavancagem da empresa, a existência de uma relação negativa entre as características das empresas familiar e o nível de alavancagem e finalmente, as empresas

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

familiares têm níveis de alavancagem relativamente baixos em relação às empresas não familiares.

Com o objetivo analisar as decisões dos fundadores e suas famílias relativas à estrutura de capital das empresas familiares não financeiras, Schmid (2013) considerou 695 empresas que totalizou um conjunto de 5.638 observações de 1995 a 2009, obtidas a partir da *Composite DAX (CDAX)* de Alemanha. O método de estimação aplicado é a análise de regressão múltipla e o método dos mínimos quadrados ordinários. Algumas conclusões dos estudos são as seguintes:

- As empresas familiares naquele país têm taxas de alavancagem reduzidas em comparação com as empresas de outros países;
- A taxa de recorrência ao endividamento das empresas familiares na Alemanha tende a ser menor;
- Os fundadores e suas famílias influenciam as decisões de estrutura de capital como forma de otimizar o controlo da empresa.

### **Bélgica**

Com a introdução de subsídio de capital de risco na Bélgica, Campenhout & Caneghem (2013) realizaram um estudo com o intuito de analisar o impacto dessa medida no fortalecimento da solvência das PME. Os dados foram obtidos de um inquérito realizado em 2008 sobre o financiamento das PME a partir do centro designador por *Kenniscentrum voor de Financiering van KMO*, com a sigla KeFiK, sendo considerada uma amostra de 614 PME belgas. As estimativas foram obtidas através de um modelo de regressão logística.

O estudo concluiu que quanto mais conhecimentos adquiridos sobre a dedução de juros nacionais, maior será a probabilidade da sua adoção; a introdução de subsídios de risco com vista a redução de juros nacionais não teve um impacto significativo na alavancagem nas PME aderentes em comparação com as não aderentes no curto prazo; existência de algumas dúvidas sobre a eficácia desta medida como estímulo fiscal para melhorar a solvência das PME no curto prazo.

### **Espanha**

Haro-de-rosario et al. (2015) através de uma regressão linear multivariada a 506 empresas obtidas na base de dados do Sistema Ibérico de Análise de Demonstrações Financeiras (SABI) no período de 2009 a 2011, com o objetivo de examinar o impacto dos investidores de capital de risco na estrutura financeira e os fatores relevantes para a sua estrutura de capital. Os dados foram analisados com o apoio dos softwares SPSS e STATA, após os resultados gerados, os autores chegaram às seguintes conclusões:

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- As empresas financiadas pelos investidores de capital de risco recorrem com menos frequência à dívida de curto prazo, em contrapartida têm um rácio elevado de dívida de longo prazo;
- Existe uma relação significativa entre as variáveis oportunidades de crescimento, setor de atividade, localização geográfica e ano de entrada do investidor de capital de risco com o nível de dívida de longo prazo;
- As estruturas de capital das empresas do mesmo setor se assemelham;
- Algumas empresas escolhem a sua localização com base as possíveis oportunidades financeiras e as vantagens que a região pode oferecer.

Palacín-Sánchez et al. (2013) testaram se existe diferenças regionais de um mesmo país entre os determinantes (fatores das empresas) e a estrutura de capital das PME. A amostra considerada na pesquisa foi de 13.838 PME que totalizou 55.352 observações no período de 2004 a 2007, nas 17 comunidades autónomas ou regiões de Espanha, obtidos na base de dados Sistema Ibérico de Análise de Demonstrações Financeiras (SABI), recorrendo à metodologia de dados em painel. As variáveis dependentes consideradas como *proxies* da estrutura de capital são, a dívida total, dívida de longo prazo e dívida de curto prazo e cinco fatores da empresa nomeadamente, o tamanho, estrutura de ativos, lucros, crescimento e idade.

Os resultados obtidos das diferentes regressões, apresentam um coeficiente de determinação ajustado ( $R^2$ ) em média, maior na regressão cuja variável dependente é a dívida de curto prazo. O tamanho da empresa tem uma significância reduzida na estrutura de capital das PME em todas as regiões. As variáveis, estrutura de ativos, rentabilidade e idade têm um impacto significativo na estrutura de capital nas 17 comunidades.

Quanto às conclusões, os autores realçam que há diferenças significativas na estrutura de capital das PME tendo em conta a sua localização; quase a totalidade das variáveis independentes levadas a cabo na análise têm um alto grau significância nas três regressões, com exceção do tamanho.

### **França**

Adair & Adaskou (2015) utilizaram uma análise de dados em painel de 2.370 PME francesas que corresponde a 21.330 observações no período entre 2002 e 2010 para testar os pressupostos da teoria do *trade-off* e teoria da *pecking order* em relação à alavancagem da empresa, sendo a origem de dados, a base de dados DIANE. Os autores consideraram o índice de endividamento da empresa como a variável dependente e o tamanho, idade, indústria, lucratividade, oportunidades de crescimento, crédito comercial e garantias como variáveis explicativas.

Os resultados obtidos após análise indicam que as variáveis idade e lucratividade são significativas com uma relação negativa com o índice de endividamento da empresa, ao passo

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

que as variáveis, indústria, oportunidade de crescimento, crédito comercial e garantias são igualmente significantes, mas relacionadas positivamente com o índice de endividamento.

As conclusões que o estudo alcançou são as seguintes:

- As teorias *trade-off* e *pecking order* explicam o comportamento das PME no que tange ao financiamento externo;
- As empresas mais antigas têm maior probabilidade de aumentar o seu fluxo de caixa e menos propensos ao endividamento;
- As empresas com um elevado grau de financiamento interno, recorrem com pouca frequência ao financiamento externo;
- Quanto maior for as oportunidades de crescimento da empresa, maior será a necessidade de financiamento externo (empréstimo bancário);
- O crédito comercial é visto como um complemento do empréstimo bancário;
- As garantias representam um fator fundamental para o acesso ao financiamento externo e desempenham um papel importante na redução dos custos de agência.

Benkraiem & Gurau (2013) centram o seu estudo na análise da influência que as características da empresa podem gerar na estrutura de capital das PME na realidade francesa. Os dados analisados foram obtidos da base de dados DIANE, no período entre 2003 e 2006, que totalizaram 2.222 PME, sendo 36% são médias empresas e 64% são pequenas empresas do total. Mais de 50% das empresas na amostra são do setor comercial. Para testar a influência, os autores adotaram uma metodologia que se baseia em regressões lineares multivariadas com efeitos fixo.

As variáveis características da empresa levadas a cabo para analisar a sua influência na estrutura de capital das PME como sendo as variáveis independentes são: tamanho, lucratividade, crescimento, tangibilidade e volatilidade dos lucros e as variáveis dependentes são, dívida total, dívida de longo prazo e dívida de curto prazo.

Os resultados obtidos realçam que as variáveis tamanho e tangibilidade dos ativos estão relacionadas negativamente com a dívida total e de curto prazo e positivamente com a dívida de longo prazo. As oportunidades de crescimento têm um impacto significativamente positivo nas variáveis dependentes (dívida total e dívida de longo prazo) e sem efeito na dívida de curto prazo. A única variável que se relaciona com as três variáveis de forma semelhante é a variável rentabilidade, isto é, uma relação negativa.

De acordo com os resultados obtidos, os autores concluíram que o tamanho e a estrutura de capital da empresa desempenham um papel fundamental para o seu crescimento e a sua longevidade; a alavancagem das médias empresas é maior em comparação com as pequenas empresas; as oportunidades de crescimento são financiadas com frequência pelos recursos externo, sendo a dívida de longo prazo, a prioritária.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

### **Grécia**

O estudo de Dasilas & Papasyriopoulos (2015) realizado no contexto das PME e grandes empresas listadas na Grécia, teve como objetivo, analisar as relações entre a governança corporativa, *ratings* de crédito e a estrutura de capital entre 2005 e 2010, com base a metodologia de regressão com dados em painel de 130 PME e 101 empresas de grande porte, que totaliza uma amostra de 231 empresas, das quais 29% é do setor de mineração e construção, 22,94% pertence ao setor do comércio à grosso e à retalho, 14,72% são empresas de manufatura, 12,55% é do setor de prestação de serviços e 10, 39% da agricultura, silvicultura e pesca.

Os dados da amostra foram recolhidos de duas fontes, sendo a base de dados Amadeus para as variáveis específicas da estrutura de capital e dos ratings de crédito e dos relatórios financeiros para as variáveis de governança corporativa.

O estudo levou em consideração três tipos de *proxies* da estrutura de capital, nomeadamente, o rácio de dívida total, o rácio de dívida de longo prazo e o rácio de dívida de curto prazo que são as variáveis dependentes do modelo e as variáveis independente foram subdivididas em dois grupos (as variáveis de governança corporativa e as variáveis específicas da empresa). O primeiro grupo é composto pelas variáveis tamanho do conselho, a corporação de membros independentes e não executivos e duas variáveis *dummy* (CEO e auditor), já o segundo grupo compõem as variáveis, tamanho da empresa, tangibilidade dos ativos, rentabilidade, idade da empresa, oportunidades de crescimento e benefícios fiscais não relacionados com a dívida.

Os autores relatam nas suas conclusões que as variáveis de governança corporativa podem ter um impacto na alavancagem da empresa; existência de diferenças significativas na estrutura da dívida entre as PME e grandes empresas; a estrutura da governança corporativa tem maior impacto na estrutura de capital das grandes empresas; a imagem dos auditores e as agências de classificação/avaliação de crédito podem influenciar as empresas na obtenção de mais crédito.

Daskalakis, Nikos & Psillaki (2017) efetuaram um estudo com duas finalidades fundamentais, que visam, numa primeira fase identificar os principais determinantes da estrutura de capital das PME para o mercado grego e francês, e finalmente, indagar se existe algumas diferenças nos dois mercados. A amostra foi subdividida em dois grupos de empresas, sendo 1.252 empresas gregas e 2.006 empresas francesas, recolhidas nas bases de dados ICAP e DIANE, respetivamente, no mesmo período (1997-2002), com o recurso à metodologia de dados em painel.

Para a análise, consideraram-se as seguintes variáveis:

**Dependente:** rácio de endividamento.

**Independentes:** estrutura de ativos, tamanho, rentabilidade e o crescimento.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Os resultados obtidos suportam a ideia de que as PME gregas são as mais endividadas e lucrativas que as PME francesas; com o tempo, as PME dos dois países tendem a ser maiores; as taxas de crescimento das empresas gregas e francesas têm uma variação bastante alta; 96,54% de variação da variável dependente é explicada pelas variáveis independentes na Grécia, ao passo que para a França, a explicação é de 94,46%; o comportamento das variáveis é semelhante nos dois países.

A principal conclusão que os autores acharam está associado com o comportamento das PME nos dois países que mostra uma certa semelhança, tendo em conta a relação individual das variáveis independentes com a variável dependente.

### **Irlanda**

Bhaird & Lucey (2010), para uma amostra de 299 PME não financeiras irlandesas que possuíam os limites mínimo e máximo de funcionários de 20 e 250, respetivamente, estudaram os fatores que influenciam a sua estrutura de capital. Para a concretização do objetivo do estudo, os autores levaram em conta as seguintes variáveis, dependentes, poupança fiscal, lucros retidos, capital externo, dívida de longo prazo e dívida de curto prazo e independentes, idade, tamanho da empresa, pesquisa e desenvolvimento, propriedade própria, garantia interna e garantia do proprietário. Para a estimação dos efeitos das variáveis, adotou-se um modelo de regressão múltipla, estimada por método de mínimos quadrados ordinários.

Os resultados obtidos revelam que os cinco modelos são estatisticamente significativos; os diferentes setores que compõem a amostra financiam-se de formas diferentes; existência de uma relação positiva (negativa) entre as despesas de pesquisa e desenvolvimento e capital externo (lucros retidos); os bens pessoais do proprietário da empresa têm uma importância fundamental ao longo de toda a vida da empresa e com maior realce nas empresas de pequeno porte.

O estudo concluiu que uma das formas de reduzir a assimetria de informação e consequentemente a facilidade para o acesso ao financiamento externo, consiste em prestação de maiores garantias capaz de convencer os credores; a confirmação da teoria da *pecking order*, tendo em conta a importância dos recursos internos no financiamento das empresas; quanto maior for as despesas com a pesquisa e desenvolvimento, maior é o recurso ao financiamento externo.

### **Portugal**

Existe uma série de estudos anteriores sobre a estrutura de capital das empresas, implementadas no contexto português, dos quais destacam-se alguns destes (Serrasqueiro et al., 2011; Proença et al., 2014; Matias et al., 2015; Pacheco & Tavares, 2015; Serrasqueiro, Nunes, & Silva, 2016; Sardo & Serrasqueiro, 2017; Matias & Serrasqueiro, 2017).

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

A partir de uma amostra de 1.488 PME do setor da indústria transformadora, Matias et al. (2015) investigaram os principais determinantes que podem ter um impacto na estrutura de capital, através de um conjunto de dados em painel recolhido na base de dados Amadeus, considerando o intervalo de tempo de 2004 a 2011. O modelo adotado para analisar a relação entre as variáveis é a regressão linear múltipla e as variáveis empregues são:

**Dependentes:** rácio de endividamento de curto prazo e o de médio e longo prazo.

**Independentes:** dimensão, tangibilidade, rentabilidade, oportunidades de crescimento, poupança fiscal não associada ao endividamento, volatilidade dos resultados, idade da empresa, especificidade e crise, esta última sendo uma variável *dummy*, com valor 1 para os últimos 4 anos (2008-2011) e 0 para os restantes anos do período em análise.

Após a análise e discussão dos resultados, os autores concluíram que, cerca de 60% da variância das variáveis dependentes, no modelo de efeitos fixos, são explicadas pelas variáveis independentes nesse setor; a relação entre as variáveis dimensão, tangibilidade e crise com o endividamento de médio e longo prazo é positiva, e negativa com a rentabilidade e as oportunidades de crescimento. O endividamento de curto prazo é positivamente (negativamente) relacionado com as variáveis, dimensão, rentabilidade, oportunidades de crescimento e especificidade, (tangibilidade, idade, crise); os problemas de agência entre os gestores e os credores têm influenciado negativamente para o crescimento e desempenho das PME do setor; as empresas consideradas mais pequenas e menos rentáveis enfrentam maiores dificuldades em termos de investimento.

Pacheco & Tavares (2015) debruçaram-se em uma amostra de 70 PME da indústria de calçados com a finalidade de identificar os determinantes da estrutura de capital, considerando os dados em painel do período entre 2010 e 2013. Portanto, nesse estudo foi observado que as principais variáveis que influenciam as decisões de estrutura de capital das PME são, a lucratividade, a liquidez total, oportunidades de crescimento, o risco e a presença no mercado externo. Confirmou-se também que as PME da indústria de calçados em Portugal, seguem a teoria da *pecking order* na sua estrutura de capital.

Com a finalidade de pesquisar os determinantes da estrutura de capital das PME portuguesas, por um lado e por outro, identificar qual foi o impacto que a crise financeira de 2008 provocou na estrutura de capital desta classe empresarial em Portugal, Proença et al. (2014) basearam-se em uma amostra de 12.857 PME industriais, considerando o período 2007-2010, que foi recolhida na base de dados *Amadeus*. Naquele estudo considerou-se três variáveis dependentes (dívida total, dívida de longo prazo e dívida de curto prazo) e as variáveis independentes (tamanho da empresa, oportunidades de crescimento, estrutura de ativos, liquidez, benefícios fiscais não relacionados com a dívida, retornos em ativos, fluxo de caixa, forma jurídica e tamanho de acordo com os novos limites da União Europeia) com o auxílio de um modelo de

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

regressão linear multivariada de um painel de dados, estimado por mínimos quadrados ordinários.

Os resultados obtidos no estudo revelam que 66% da variação da dívida de curto prazo é explicada pelos determinantes da estrutura de capital das PME da indústria portuguesa, ao passo que 27% e 35% da variação da dívida de longo prazo e dívida total, respetivamente; constatou-se uma diminuição nos rácios de endividamento total e de curto prazo, em contrapartida, uma ligeira subida no rácio de dívida de longo prazo.

As conclusões do estudo sugerem que os determinantes afetam mais significativamente a estrutura de capital das PME industriais em Portugal são, a liquidez, estrutura de ativos e lucratividade; quanto mais alto for a tangibilidade dos ativos, maior é a emissão da dívida; ouve uma diminuição da dívida após a crise financeira.

Com base em uma amostra global de 2.188 PME portuguesas, subdividida em dois grupos, 1.377 e 811 empresas de pequeno e de médio porte, respetivamente, recolhida na base de dados *Amadeus* no período 2007-2011, Sardo & Serrasqueiro (2017) desenvolveram um estudo com o objetivo de analisar a probabilidade de existir alguma concordância das decisões de estrutura de capital das PME portuguesas com a teoria *trade-off* dinâmico nos rácios de dívida de curto e longo prazo em relação ao rácio de dívida desejada. Utilizaram-se estimadores dinâmicos para o alcance do objetivo pretendido.

As variáveis dependentes adotadas no estudo são o rácio de dívida de curto prazo e o rácio de dívida de longo prazo e as variáveis independentes são a lucratividade, tamanho, idade, risco oportunidades de crescimento, tangibilidade dos ativos, benefícios fiscais não associados a dívida e as variáveis dependentes do período anterior.

Os resultados obtidos no estudo realçam a constatação do rácio de dívida de curto prazo das empresas de médio porte relativamente superior em comparação com o rácio das empresas de pequeno porte e, para o rácio de dívida de longo prazo, verificou-se o contrário, em termos médios; a rentabilidade, a idade e a tangibilidade dos ativos são os determinantes negativamente significativos no rácio de dívida de curto prazo para as empresas de pequeno porte e os que apresentam uma relação positiva são o tamanho da empresa, o crescimento, os benefícios fiscais e o risco; a tendência do recurso ao endividamento é reduzida para as PME com maior grau de lucratividade; a velocidade de ajustamento do rácio de dívida de curto prazo para o nível desejado das empresas de pequeno porte é menor em relação às empresas de médio porte e para a rácio de dívida de longo prazo, é o contrário.

Em relação às conclusões, os autores enfatizam que existe uma concordância da estrutura de capital das PME portuguesas com as previsões da teoria do *trade-off* dinâmico; a velocidade de ajustamento dos rácios de dívida de curto e longo prazo pode ser influenciada pelos custos de

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

obtenção de dívida, custos de transação, e das restrições financeiras; existe uma tendência de que as PME seguem a teoria da *pecking order*, entre outras.

Serrasqueiro et al. (2011) indagaram sobre a possibilidade de existência ou não de alguma diferença nas decisões de estrutura de capital das PME do setor de serviços com as empresas dos restantes setores. Para o efeito a amostra selecionada foi subdividida em quatro grupos, sendo 610 PME do setor de serviços, 126 empresas de grande porte do setor de serviços, 679 PME de manufatura e construção e 132 empresas de grande porte de manufatura e construção, considerando o período 1999-2006, a partir da base de dados SABI. A metodologia usada comporta um conjunto de modelos de regressão de um painel de dados estáticos, este estimado em duas etapas, sendo na primeira etapa, estimação de uma regressão *probit* e na segunda etapa, estimação de uma regressão por mínimos quadrados ordinários.

Os resultados da pesquisa afirmam que o déficit financeiro é um dos problemas que pode levar as PME de serviço e de outros setores à falência; existência de uma relação positiva entre o déficit financeiro e as variações de dívida em todas as empresas da amostra; o efeito entre o déficit financeiro e as variações da dívida é maior nas PME de serviços em comparação com as empresas de outros setores; o fluxo de caixa exerce um papel fundamental na sobrevivência das empresas; o nível de endividamento pode ser reduzido quanto maior for o fluxo de caixa, maior idade, baixas oportunidades de crescimento para as PME de serviços e outras empresas; a lucratividade garante a sobrevivência das PME de setor de serviço.

Finalmente, os autores concluíram no seu estudo dizendo que existe diferenças nas decisões de estrutura de capital das PME do setor de serviços com os outros setores estudados por três razões que tem haver com as variações da dívida, velocidade de ajuste e do tamanho e a tangibilidade dos ativos.

Serrasqueiro & Caetano (2015) investigaram as hipóteses das teorias da *trade-off* e da *pecking order* com a finalidade de identificar qual dessas hipóteses se aproxima das decisões de estrutura de capital das PME localizadas no interior de Portugal (Beira Interior). Para o alcance deste objetivo, considerou-se uma amostra de 53 PME, sendo o período entre 1998-2005, recolhida na base de dados SABI, tendo em conta a recomendação da União Europeia L124/36 (2003/361/CE). As variáveis tidas em conta no estudo, dependente, o nível de dívida e independentes, tangibilidade dos ativos, oportunidades de crescimento, rentabilidade, tamanho, idade, risco, taxa efetiva de imposto e benefícios fiscais não relacionados à dívida. A metodologia de estimação adotado no estudo, está associada ao estimador LSDVC. Os resultados gerados pela pesquisa indicam que as PME analisadas recorrem principalmente ao financiamento externo, tendo em conta os valores mínimo e máximo de 0,02378 e 0,97002, respetivamente; a preferência dos gestores/proprietários das PME pelo recurso ao maior nível

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

de endividamento está associado com o aumento dos possíveis benefícios fiscais por parte das PME.

No tocante às principais conclusões, os autores sugerem que os resultados corroboram às previsões da teoria da *pecking order*; ambas teorias não são mutuamente exclusivas para explicar as decisões de estrutura de capital das PME.

Num outro estudo que visa o objetivo analisar as relações entre os determinantes das decisões de estrutura de capital e o nível de endividamento das PME portuguesas em diferentes regiões (NUTS II), Matias & Serrasqueiro (2017) selecionaram uma amostra de 11.016 PME no período entre 2007 e 2011 que totalizou 55.080 observações, a partir da base de dados Amadeus.

Para levar a cabo o estudo, consideraram-se três variáveis dependentes, designadamente, dívida de curto prazo, dívida de médio e longo prazo e dívida total e cinco variáveis independentes, tais como, tamanho da empresa, idade, tangibilidade de ativos, oportunidades de crescimento e rentabilidade. Para testar essa relação, foram utilizados vários modelos de regressão linear múltipla de dados em painel.

Os resultados obtidos revelam um maior nível de endividamento de curto prazo em relação ao endividamento de médio e longo prazo das PME portuguesas, pelo que o primeiro tipo de financiamento foi a principal forma de financiamento das suas atividades; existe uma semelhança em termos de idade em todas as regiões de aproximadamente 16 anos; não há semelhanças regionais em relação ao crescimento.

Os autores concluem que existem diferenças estatisticamente significativas nas variáveis dependentes em todas as regiões portuguesas. As regiões mais endividadas são, Lisboa, Norte e Centro; as variáveis, tamanho, idade, tangibilidade de ativos e lucratividade explicam melhor as decisões de estrutura de capital das PME portuguesas; a teoria da *pecking order* se apresenta como a mais próxima no que tange às decisões de estrutura de capital das PME portuguesas.

### **Reino Unido**

Lee, Sameen, & Cowling (2015) analisaram os efeitos da crise financeira de 2008 no financiamento das PME inovadoras do Reino Unido. Para o efeito, consideraram uma amostra de 10.708 PME, subdividida em 1.381 PME inovadoras e 9.327 PME não inovadoras no período entre 2007 e 2012. O estudo foi analisado em duas abordagens, sendo a análise quantitativa e a análise económica com recurso aos modelos de regressão *probit*.

A aplicação ou o sucesso da aplicação para o financiamento é a variável dependente considerada no estudo e, o tamanho da empresa, a idade, o setor de atividade, o gênero, a etnia e as qualificações da administração, o número de diretores e as mudanças recentes na rotatividade da empresa, são as variáveis independentes.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Após a análise e discussão dos resultados obtidos no estudo, concluiu-se que as PME inovadoras do Reino Unido enfrentam maiores dificuldades para financiar as suas atividades, quando recorrem ao capital externo; durante o período de crise, houve uma redução de financiamento das PME inovadoras e não inovadoras, mas com maior grau nas PME inovadoras; a solicitação de financiamento externo por parte das PME inovadoras parece ser maior no presente em relação ao período antes da crise; existência de problemas no sistema financeiro.

### **Roménia**

O estudo de Sumedrea (2015) procurou testar os determinantes de estrutura de capital das empresas romenas e o comportamento por elas apresentada durante o período da crise financeira de 2008, considerando uma amostra de 66 empresas não financeiras listadas no intervalo de tempo entre 2006 e 2011. Para testar as empresas romenas comportaram-se na sua estrutura de capital no período de crise, a autora levou em consideração as seguintes variáveis: nível de endividamento como variável dependente, retorno sobre o capital, lucro por ação, oportunidades de crescimento, tangibilidade de ativos, política de dividendos, tamanho da empresa e política tributária como variáveis independentes do modelo de regressão linear múltipla.

Os resultados do estudo revelam que entre finais de 2009 e finais de 2011, a obtenção de crédito bancário era mais difícil, tendo em conta algumas medidas de resistência apresentadas pelos bancos. Em face desta situação, as empresas de grande porte adotaram a estratégia do recurso ao crédito comercial e retendo os lucros para o reinvestimento.

Em conclusão, a autora realça que as empresas romenas conseguiram ultrapassar a fase da crise através do recurso a fontes alternativas do crédito e do crédito comercial. Concluiu-se que estrutura de capital das empresas segue a teoria da *pecking order* nas suas decisões de financiamento.

### **Suécia**

Öhman & Yazdanfar (2017) investigaram em uma amostra de 15.897 PME não listada e não financeiras suecas no período de 4 anos (2009-2012), os determinantes da estrutura de capital e se existe ou não alguma diferença em termos do impacto desses determinantes nas variáveis *proxies* da estrutura de capital. Os dados foram extraídos da base de dados comercial, *Affarsdata*, e para a estimação das possíveis relações existentes entre as variáveis dependentes e as variáveis explicativas, recorreu-se aos modelos de regressão linear múltipla de efeitos fixos de um painel de dados, por mínimos quadrados ordinários.

O rácio de dívida de curto prazo e o rácio de dívida de longo prazo são as variáveis *proxies* da estrutura de capital levadas em consideração no estudo e as variáveis independentes são, o tamanho da empresa, idade, oportunidades de crescimento, tangibilidade dos ativos, liquidez,

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

rentabilidade, setor de atividade, benefícios fiscais não associadas à dívida. Os resultados regados mostraram que ambas variáveis dependentes nos dois modelos são estatisticamente significativas ao nível de 1% de significância.

Os autores relatam nas suas conclusões que as PME suecas seguem a teoria da *pecking order* quanto ao financiamento; as PME analisadas recorrem mais à dívida de curto prazo; oito variáveis consideradas como principais determinantes da estrutura de capital das PME suecas.

### **3.1.2 - Estudos Empíricos no Continente Americano**

Os estudos em contexto do continente americano aqui apresentados circunscrevem-se ao Brasil e Colômbia.

#### **Brasil**

Zeidan, Galil, & Shapir (2018) investigaram de que forma as empresas brasileiras escolhem a sua estrutura de capital com base a utilização de resultados de pesquisas exclusivas, ou seja, se as empresas seguem a hierarquia de fontes de financiamento. O estudo usou uma abordagem de *propensity score matching* (PSM) para comparar as empresas com restrições e sem restrições de endividamento já que que maior parte das empresas recorrem aos lucros acumuladas para financiar as suas oportunidades de crescimento. Para o efeito de análise, foram utilizados 53 pares de empresas restritas e não restritas de endividamento por tamanho e setor de atividade. Os autores chegaram às seguintes conclusões:

- Quer as empresas restritas e sem restrição de dívida, não têm diferenças em termos de escolha de fontes de financiamento;
- Mais de metade das PME/proprietários preferem financiar as suas oportunidades de crescimento em primeira instância com lucros acumulados, independentemente das restrições, o que vai de encontro com a teoria da *pecking order*;
- O recurso ao financiamento das oportunidades de crescimento através de lucros retidos serve de mecanismo para otimizar o controlo da empresa.
- As empresas não preferem financiar-se por meio dos empréstimos subsidiados.

#### **Colômbia**

Com o objetivo de avaliar a aplicabilidade os modelos utilizados em outros contextos sobre a estrutura de capital, Mejía Amaya (2015) estudaram as PME do departamento de Boyacá, localizado na região andina, no centro-leste da Colômbia. O modelo de regressão linear múltipla foi o que se utilizou para analisar as relações entre as variáveis das 24 empresas que constituem a amostra. As conclusões alcançadas no estudo referem que:

- Cerca de 25% das empresas analisadas cumprem com a teoria da *pecking order* no que tange às fontes de financiamento;

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- Existe uma relação significativa entre a estrutura de capital e o risco, crescimento das vendas, ativos tangíveis e o retorno sobre o capital próprio;
- As empresas com maiores probabilidades de variação de rentabilidade são as mais propensas ao endividamento.

### **3.1.3 - Estudos Empíricos no Continente Asiático**

Alguns estudos desenvolvidos em contexto do continente asiático são apresentados a seguir:

#### **China**

Huang, Boateng, & Newman (2016) testaram de que forma os mecanismos de governança corporativa podem influenciar o nível de endividamento das PME listadas no Mercado Empresarial de Crescimento (GEM) na China. Os dados foram obtidos da base de dados da Bolsa de Valores e Pesquisa Contabilística (CSMAR) no período entre 2009-2013, que congregou um conjunto de 397 PME da amostra. Adotaram uma metodologia de um painel de dados dinâmicos de duas etapas com efeitos fixos.

As variáveis *proxies* da estrutura de capital considerado no estudo são, o rácio de dívida (valor de mercado) e a relação dívida-ativo (valor contabilístico) em logaritmos e um conjunto de variáveis independentes como por exemplo, CEO, percentagem de dívida de longo prazo, percentual total de ações por acionista, número total de ações do executivo, o rácio de retorno de ativos, taxa de imposto, a percentagem de ações negociadas, entre outras.

Os resultados da pesquisa revelam que o envolvimento de acionistas na equipa de gestão das PME chinesas está associado à maior frequência ao financiamento de dívida; o envolvimento acionário da gestão parece não ser a solução para mitigar o conflito de interesse nas PME chinesas; quanto maior for a compensação em excesso de caixa, maior é a dívida externa.

Os autores referem na sua conclusão que existe uma relação positiva entre o envolvimento dos acionistas na gestão e a alavancagem financeira das empresas chinesas; a concentração de propriedade pode influenciar negativamente a alavancagem; a participação dos investidores institucionais não afeta o rácio da dívida.

#### **Coreia do Sul**

Liang, Huang, Liao, & Gao (2017) pesquisaram, de que forma os empréstimos e a garantia de crédito das PME afetam a eficiência dos bancos coreanos. Foi tida em conta uma amostra de 14 bancos, no período de 2001-2010. Utilizaram um modelo proposto em 1995, que forneceu algumas evidências de eficiência no que diz respeito às variáveis que influenciam os efeitos da empresa. Os autores concluíram que as PME dependem com frequência do sistema bancário para minimizar os problemas de acesso ao financiamento; a redução da eficiência dos custos do banco está relacionada com uma maior taxa de empréstimos para PME; o problema de assimetria de informação constatadas nas PME dão lugar à seleção adversa e/ou ao risco moral

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

o que pode provocar altos riscos de crédito para os bancos; Inexistência de uma relação significativa entre a rentabilidade e a eficiência dos custos; quanto maior a relação custo-benefício, menor é a eficiência operacional do banco; os bancos regionais podem aumentar a eficiência bancária através do relacionamento bancário e finalmente, para eles a crise financeira de 2008-2009 não teve um grande impacto na desestabilização no mercado financeiro coreano tendo em conta as medidas adotadas pelo governo.

### **Indonésia**

Para analisar a diferença de estrutura de capital das empresas de telecomunicações da Indonésia com base nas variáveis índice de endividamento, estrutura da propriedade e mudança tecnológica, Maruli Tua Sitorus, Priyarsono, Manurung, & Maulana, (2014) apoiaram-se na análise de variância e um modelo de regressão com ajuste parcial de dados em painel de 2006 a 2011, extraídos da bolsa de valores do mesmo país, totalizando um conjunto de 120 observações. Após a análise dos resultados, os autores tiveram como conclusão, que a estrutura de propriedade e mudança tecnológica não geram diferenças na estrutura de capital das empresas de telecomunicações na Indonésia; 74,89% da velocidade de ajuste da estrutura de capital alvo em 3 meses; a lucratividade é o único fator que afeta significativamente a estrutura de capital.

### **Japão**

Iwaki (2014) investigou sobre o impacto que os distúrbios do mercado financeiro podem causar nas empresas japonesas, concretamente na estrutura de capital e no investimento, com base a uma amostra de 13.855 observações obtidas da base de dados da *Nikkei Needs Financial Quest*. As estimações foram obtidas por meio de um modelo de regressão na forma de diferença-em-diferenças, ou seja, considerando o período antes da crise (2004-2007) e o período pós-crise (2008-2011).

Utilizou-se um conjunto de variáveis independentes tais como a idade, oportunidades de crescimento, tangibilidade de ativos, rentabilidade, ativos contabilísticos, para além de outras duas de controlo. As principais conclusões da pesquisa relatam evidências de diferenças de efeito nas estruturas de capital, estruturas da dívida e investimentos, tendo em conta a fonte de dívida ou do acesso ao mercado de dívida pública; a segmentação do mercado de capital de dívida, proporciona desequilíbrio ao processo de financiamento e investimento para as empresas com dificuldades de acesso ao mercado de dívida pública; as empresas financiadas pelo sistema bancário tende a ter maiores dificuldades financeiras após a situações catastróficas vividas pelos bancos.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

### **Malásia**

Com a finalidade de testar os determinantes da estrutura de capital das empresas de micro franchising na Malásia, Anuar & Chin (2016) empregaram como variável dependente o rácio da dívida e as variáveis independentes, oportunidades de crescimento, tangibilidade, rentabilidade, tamanho da empresa, liquidez e idade. A fonte dos dados era o relatório anual fornecido pelas empresas em análise e a relação foi testada com o apoio do modelo de regressão multivariada de dados em painel. A conclusão apontada no estudo, diz respeito ao desenvolvimento de um modelo adequado para servir da melhor maneira as empresas de micro *franchising* no que toca ao financiamento, na redução do risco global e no surgimento de novas empresas do ramo.

### **Vietname**

Vo (2017) investigou sobre os determinantes da estrutura de capital nos mercados emergentes no sentido de indagar se existe diferenças nos referidos mercados, recorrendo a dados de empresas públicas não financeiras cotadas na bolsa de valores da cidade de *Ho Chi Minh*, com mais de 300 empresas cotadas, no período de 2006 a 2015. O autor utilizou o estimador GMM no modelo de regressão dinâmico para estimar as relações entre as variáveis dependentes (dívida de curto prazo, dívida de longo prazo e dívida total) e as variáveis independentes (oportunidades de crescimento, tangibilidade de ativos, tamanho, liquidez e rentabilidade).

As conclusões sustentadas na pesquisa, a existência de poucos estudos empíricos voltados para os países emergentes; diferenças dos determinantes na alavancagem de curto e de longo prazo.

Alguns estudos levaram em conta um conjunto de países no sentido de investigar os efeitos das diferenças regionais, culturais, entre outros fatores que podem afetar a estrutura de capital das empresas (Mateev et al., 2013; Bhaird & Lucey, 2014; Mc Namara et al., 2017).

Mc Namara et al. (2017) a partir de uma amostra de 34.564 observações de PME em 9 países europeus (Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Itália, Portugal e Reino Unido) extraído no período de 2005-2011, analisaram o impacto das infraestruturas de crédito na estrutura de capital das PME. As variáveis *proxies* da estrutura de capital são, o índice de dívida de curto prazo, o índice de dívida de longo prazo e o índice de dívida total e consideraram um conjunto de variáveis independentes como por exemplo, de infraestrutura de crédito, características da empresa, macroeconómicas, fornecimento de crédito, obtidas dos bancos de dados Amadeus e Banco Mundial.

Os autores concluem que as variáveis da infraestrutura de crédito de cada país têm um impacto significativo nas decisões de estrutura de capital das PME; constataram diferenças nos determinantes do rácio de curto prazo com os de rácio de longo prazo.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Bhaird & Lucey (2014) investigaram para além das variáveis características da empresa, o impacto das diferenças culturais, institucionais e sectoriais na estrutura de capital das PME não financeiras de 13 países europeus (Finlândia, Noruega, Suécia, França, Alemanha, Bélgica, Suíça, Espanha, Portugal, Grécia, Irlanda, Roménia e Reino Unido) no intervalo de tempo entre 2002 e 2008, com um total de 90.000 observações, obtido da base de dados Amadeus. A metodologia adotada para estimar os efeitos das variáveis, trata-se de um modelo de regressão linear generaliza de efeitos aleatórios.

Os resultados obtidos revelam que as variáveis culturais são estatisticamente significativas o que mostra a sua importância nas decisões da estrutura de capital das PME; os coeficientes das variáveis institucionais em alguns modelos da pesquisa não são estatisticamente significantes; quanto maior for a porção dos homens na propriedade das PME, maior é a tendência de recurso ao financiamento externo. Por fim, as conclusões relatadas pelos autores dizem respeito à maior importância das variáveis culturais em relação as variáveis institucionais, características empresarias, e sectoriais, pelo facto destas apresentarem maiores efeitos (coeficientes) na estrutura de capital das PME; as variáveis institucionais podem afetar a estrutura de capital das PME, tendo em conta as diferenças de sistemas e estrutura financeira adotado em cada país; os rácios de endividamento de curto e longo prazo diferem significativamente de um setor para outro.

Mateev et al. (2013) realizaram um estudo com o objetivo de investigar a relação existente entre as características específicas da empresa e a estrutura de capital das PME de 7 países europeus. A amostra estudada é de 3175 PME perfazendo deste modo 13059 observações no período compreendido entre 2001 e 2005. A fonte dos dados é a base de dados Amadeus. No sentido de estimar os efeitos das variáveis, o painel de dados foi tratado com recurso ao modelo de regressão dinâmica.

Após a análise dos resultados, as conclusões alcançadas pelos autores sugerem que a alavancagem das empresas não depende unicamente pelos seus recursos gerados, porém de outras variáveis; a estrutura de ativos pode ter um impacto positivo ou negativo ao rácio de endividamento (longo ou curto prazo); quanto mais ativos tangíveis a empresa tiver maior tende a ser o nível de endividamento da mesma; o tamanho é uma fator importante nas decisões da estrutura de capital; os determinantes da estrutura de capital da empresa provavelmente seja diferentes, tendo em conta o tamanho e a idade da empresa; os efeitos dos determinantes da estrutura de capital das PME varia de país para país.

### **3.1.4 - Estudos Empíricos na Oceânia**

Neste subponto analisou-se um dos estudos efetuado no contexto australiano, que faz parte da Oceânia.

#### **Austrália**

No contexto australiano, Li & Stathis (2017) investigaram sobre os fatores que afetam as decisões de alavancagem das empresas de capital aberto e a sua relação, em uma amostra de 1.368 empresas no período entre 1984-2007. Os dados foram obtidos da base de dados *Thomson Reuters Data Stream*. Usou-se uma metodologia econométrica que consiste em um painel de dados secundários e para analisar a relação entre os diferentes fatores e a alavancagem, optou-se por um conjunto de regressões lineares múltiplas. O estudo concluiu que as empresas que apresentam índices de lucratividade maiores, parecem ter um grau de alavancagem reduzido; as empresas mais endividadas são menos alavancadas; as empresas pertencentes a setores com uma tendência de crescimento recorrem menos ao endividamento; em setores cuja a alavancagem média é alta, as empresas desses setores tendem a ter igualmente uma maior alavancagem; a lucratividade é considerada como o determinante mais importante das decisões de estrutura de capital e a confirmação da teoria da *Pecking order* na medida em que a relação entre a lucratividade e a alavancagem é negativa.

Burgstaller & Wagner (2015) analisaram uma amostra de 470 PME austríacas no período de 2005-2010, com o objetivo de estudar o comportamento de financiamento das empresas familiares tendo em conta a diferença nas decisões de estrutura de capital com as empresas não familiares, através de um painel de dados dinâmicos de 1.557 observações. Os dados foram obtidos na base de dados *Amadeus*. Os autores concluíram o seguinte:

- As empresas familiares apresentam um rácio de endividamento mais elevado em relação as empresas não familiares, porém, incorrem a altos custos de financiamento;
- As decisões de estrutura de capital das empresas familiares são orientadas tendo em conta a sua natureza, características e motivos;
- Tendo em conta ao seu tamanho e níveis de endividamento, são empresas com um maior grau de falência e maiores dificuldades em caso de choques externos;
- Em caso de aumento de lucros, as PME tendem a reduzir o nível de endividamento e recorrem ao empréstimo bancário para financiar as suas oportunidades de crescimento.

### **3.2 - Estudos Empíricos na Região de África Subsaariana**

Dos mais de 40 países que compõem a região, existe um número bastante reduzido que tem vindo realizar estudos empíricos sobre a temática de estrutura de capital das empresas. Presume-se que os países de África do Sul e Nigéria lideram a frequência dos estudos empíricos desenvolvidos na região, para além dos estudos que incluem uma análise conjunta de vários países da região.

No contexto de África do Sul, Muazeib, Chairiri, & Ghozali (2015) investigaram, para além de outros fatores, os efeitos da governança corporativa na estrutura de capital de 71 empresas cotadas na Bolsa de Valores de Johannesburg em 2010, obtidos a partir do site da respetiva Bolsa de Valores e dos sites das referidas empresas. A variável proxy da estrutura de capital das empresas considerada no estudo é o rácio de endividamento. A governança corporativa é representada pelos fatores, propriedade institucionais, independência do comitê de auditoria e o tamanho da auditoria externa e, finamento duas variáveis de controlo (rentabilidade e tamanho da empresa).

Para a estimação do impacto das variáveis na estrutura de capital das empresas, os autores apoiaram-se no modelo de regressão múltipla. As conclusões do estudo mostram que os fatores relacionados com o governo da sociedade estão relacionados negativamente com a estrutura de capital das empresas analisadas. Além disso, as variáveis de controlo têm um impacto significativo na estrutura de capital das empresas.

Na mesma sequência, De Wet & Gossel (2016) pesquisaram os fatores que podem estar correlacionados com as decisões de estrutura de capital das empresas cotadas na Bolsa de Valores de *Johannesburg Stock Exchange*, na África do Sul, com base nas opiniões dos diretores financeiros das respetivas empresas. Foram recolhidos dados de 33 diretores financeiros, por meio de um questionário/entrevista subdividido em duas partes, respetivamente.

Na sua conclusão, os autores revelam que tendo em conta a dívida desejada, as teorias da *pecking order* e do *trade-off* estático, apresentam um suporte moderado na estrutura de capital; as pequenas empresas tendem a seguir a teoria da *pecking order* e as grandes empresas tendem a seguir a teoria do *trade-off* estático; há uma maior tendência das empresas estudadas seguirem a teoria da *pecking order*; os fatores mais relevantes nas decisões de endividamento da amostra analisada, estão associados com o nível dos fluxos de caixa, volatilidade dos lucros e flexibilidade financeira; os determinantes das decisões do capital próprio são, lucros por ação, lucros retidos e o índice de endividamento; em comparação com os restantes países emergentes, as empresas sul-africanas apresentam a maior probabilidade de possuir um rácio de endividamento mais elevado.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Rungani & Fatoki, (2010) levaram a cabo uma investigação sobre os determinantes da estrutura de capital das PME no município sul africano de *Buffalo*. As principais conclusões do estudo referem que os determinantes das decisões da estrutura de capital das PME analisadas naquele contexto são idade da empresa, tamanho e rentabilidade, mas realça que podem não ser os únicos determinantes, ou seja, a tangibilidade dos ativos, o risco, a cultura, entre outros, podem ter implicações nas decisões da estrutura de capital. Finalmente, a teoria da *pecking order* é a teoria que predomina na explicação das decisões de estrutura de capital. Os autores afirmam que existem poucos estudos sobre o tópico, envolvendo PME no contexto sul africano.

No contexto da Etiópia, Takele & Beshir (2017) pesquisaram de que forma os determinantes específicos da empresa podem afetar as decisões de estrutura de capital das empresas do setor de seguros, com base em uma amostra de 8 empresas seguradoras, no período de 2005-2014. A metodologia utilizada para estimar os efeitos das variáveis, trata-se de um modelo de efeitos fixos (painel de dados equilibrado). A variável empregue como *proxy* da estrutura de capital é o rácio de endividamento e um conjunto de fatores específicos da empresa como variáveis independentes.

As conclusões do estudo dizem respeito à significância estatística das variáveis rentabilidade, liquidez, tangibilidade dos ativos e oportunidades de crescimento, nas decisões de estrutura de capital das empresas seguradoras na Etiópia; as variáveis risco de negócio e tamanho da empresa não afetaram significativamente as decisões da estrutura de capital das mesmas empresas; a dívida de curto prazo é que mais prevalece nas empresas do setor de seguros na Etiópia; a teoria da *pecking order* é a que mais predomina na explicação da estrutura de capital das empresas seguradoras etíopes.

No caso queniano e mais concretamente na cidade de Kisii, Nyanamba, Nyangweso & Omari (2013) investigaram os fatores que podem afetar a estrutura de capital das microempresas da região, recorrendo a uma amostra de 80 microempresas de vários setores de atividade económica. Os dados foram obtidos através de um questionário de perguntas abertas e fechadas, utilizando uma escala de *Likert*, dirigido aos proprietários das microempresas. O estudo concluiu que o acesso a fontes externas de financiamento, das microempresas na cidade de Kisii, são influenciadas por vários fatores nas suas decisões de estrutura de capital, como por exemplo, o tamanho, a lucratividade, a atitude dos credores para com a empresa.

Ainda no contexto queniano, Mwangi, Makau, & Kosimbei (2014) utilizaram modelos de dados em painel, com base em 42 empresas não financeiras listadas na *Nairobi Securities Exchange* para o período 2006-2012, para analisar a relação entre a estrutura de capital e o desempenho das mesmas empresas. Para o estudo desta relação, recorreu-se a uma regressão linear múltipla de efeitos aleatórios estimados por mínimos quadrados generalizados.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

As conclusões do estudo sugerem que existe uma relação negativa entre a estrutura de capital e o desempenho das empresas; a teoria de agência não tem sido levada a cabo nas empresas em estudo; presume-se que a dívida de curto prazo tenha um custo inferior em relação a dívida de longo prazo.

Utilizando uma amostra de 150 PME de Malawi, Mulaga (2013) averiguou se as variáveis específicas da empresa influenciam o acesso ao financiamento externo das PME e se existem diferenças relativamente ao setor de atividade e tamanho da empresa no acesso aos recursos externos. Para analisar a possível influência, o autor adotou um modelo de regressão logística. Após a análise dos resultados, concluiu-se que o tamanho da empresa influencia significativamente o acesso a capital externo; as empresas de grande dimensão têm um maior rácio de endividamento; existência de diferenças setoriais no acesso aos recursos externos. Adicionalmente, concluiu-se que as oportunidades de crescimento, e o acesso ao financiamento externo estão positivamente relacionados; a redução da assimetria de informação facilita o acesso ao financiamento externo.

No âmbito das empresas nigerianas, Ahmad & Etudaiye-Muhtar (2017) estudaram como é feito o ajustamento da estrutura de capital das empresas não financeiras cotadas na Bolsa de Valor da Nigéria, a partir de uma amostra de 59 empresas de diferentes setores que proporcionou 369 observações, para o período de 2003 a 2012. Os dados em painel foram extraídos das bases de dados de *Datastream* e Banco Mundial e, a estimação dos coeficientes baseou-se no modelo de regressão múltipla com o uso de *two-step sys-GMM*.

Levou em consideração, para além das características específicas da empresa, as variáveis macroeconómicas, tais como a inflação e o produto interno bruto (PIB), como variáveis explicativas e três rácios de endividamento como *proxies* da estrutura de capital. O estudo concluiu que as variáveis específicas da empresa e a inflação têm um impacto importante na estrutura de capital ideal; a existência de custos de ajustamento nas empresas analisadas. Assim a teoria do *trade-off* dinâmico parece ser seguida pelas empresas nigerianas nas decisões de estrutura de capital.

Ezirim et al. (2017) testaram o impacto da estrutura de capital no valor das empresas cotadas na Bolsa de Valores da Nigéria. Para a consecução do objetivo estabelecido, utilizou-se um modelo de regressão linear generalizado. As conclusões alcançadas no estudo referem-se à existência de um impacto significativo da estrutura de capital no valor da empresa; as variações da estrutura de capital influenciam contemporaneamente as variações do valor da empresa; existe uma relação entre o valor anterior e o atual da empresa.

Chechet, Garba & Odudu (2013) investigaram os determinantes da estrutura de capital das empresas da indústria química nigeriana cotadas na Bolsa de Valor do país, no período entre 2005-2009. A amostra em estudo é constituída por 12 empresas do setor. Os efeitos foram

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

estimados através do modelo de regressão linear múltipla, , sendo o rácio da dívida a variável dependente e o tamanho da empresa, idade, lucratividade, tangibilidade dos ativos e as oportunidades de crescimento, as variáveis explicativas. O estudo concluiu que todas as variáveis explicativas do modelo são potenciais determinantes da estrutura de capital das empresas do setor; as variáveis explicativas têm um poder explicativo de cerca de 50% das variações da variável dependente.

Anarfo (2015) testou se existe alguma relação entre a estrutura de capital e o desempenho bancário em 37 países da região da África Subsaariana, considerando dados do intervalo de tempo entre 2000-2006. Com base um modelo de regressão multivariada de efeitos fixos.

As conclusões do estudo fazem menção de que a estrutura de capital não tem impacto no desempenho dos bancos na região da África Subsaariana, ou seja, o que se verificou é que o desempenho bancário afeta a estrutura de capital, no entanto a estrutura de capital não afeta o desempenho bancário.

Khémiri & Noubbigh (2018) investigaram os determinantes da estrutura de capital das empresas não financeiras em cinco países da região da África Subsaariana, nomeadamente, África do Sul, Gana, Quênia, Nigéria e Zimbábue. Consideraram o período entre 2006 e 2016, totalizando uma amostra de 206 empresas cotadas, nas diferentes Bolsas de Valores dos respetivos países, cuja obtenção dos dados ORBIS através do *Bureau van Dijk*. O estudo levou em conta para além das variáveis características da empresa, variáveis macroeconómicas. O modelo de dados em painel utilizado no estudo foi subdividido em duas etapas, na primeira etapa, faz menção às diferentes abordagens dos determinantes da estrutura de capital e a segunda etapa trata da análise da relação entre rentabilidade e estrutura de capital.

Os autores concluem que o estimador dinâmico GMM (1998) é o mais apropriado dos estimadores; verificando-se significância estatística das variáveis de controlo; e ainda, a lucratividade não se relaciona de forma linear com a estrutura de capital das empresas da região da África Subsaariana.

Munisi (2017) desenvolveu uma pesquisa que incluiu 12 países da região da África Subsaariana, com o objetivo de analisar os determinantes de estrutura de capital das empresas não financeiras cotadas em Bolsas de Valores dos países em referência no período de 2005-2009. O autor refere nas suas conclusões, que identificou relações negativas entre a lucratividade, a tangibilidade dos ativos e a estrutura de capital das empresas; porém, identificou relacionamentos positivos entre o *free cash flow* e o crescimento e a estrutura de capital das empresas.

## Capítulo 4 - Caracterização das PME em Angola e o Sistema Financeiro Angolano

No presente capítulo apresenta-se a caracterização das pequenas e médias empresas no contexto angolano, partindo de uma breve caracterização do país e, posteriormente, da Província de Cabinda e uma análise evolutiva do tecido empresarial.

### 4.1 - Caracterização do Sistema Financeiro Angolano

O sistema financeiro angolano tem vindo a conhecer uma tendência de crescimento nos últimos anos. Este facto é ilustrado na Tabela 1, onde se pode constatar as Instituições financeiras autorizadas a funcionar no Sistema Financeiro em Angola (SFA) anos 2011 e até o primeiro semestre de 2016, respetivamente. O Banco Nacional de Angola (BNA) é o órgão que regular e supervisiona o SFA.

Tabela 1 - Instituições financeiras autorizadas a funcionar no SFA

2011				2016			
Instituições Financeiras bancárias	Público		3	Instituições Financeiras bancárias	Público		3
	Privado	Nacionais	12		Privado	Nacionais	20
		Filiais estrangeiros	7			Filiais estrangeiros	7
	Mistos		1		Mistos		-
			<b>23</b>				<b>30</b>
Instituições Financeiras não bancárias	Casas de câmbio		30	Instituições Financeiras não bancárias	Casas de câmbio		66
	Sociedades de microcrédito		-		Sociedades de microcrédito		10
	Sociedades de remessas de valores		-		Sociedades de remessas de valores		7
	Sociedades cooperativa de crédito		-		Sociedades cooperativa de crédito		2
	Sociedades de alocação financeira		-		Sociedades de alocação financeira		1
			<b>30</b>				<b>86</b>

Fonte: Adaptado de Banco Nacional de Angola (BNA) - Relatório de Estabilidade Financeira (2016)

## Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola

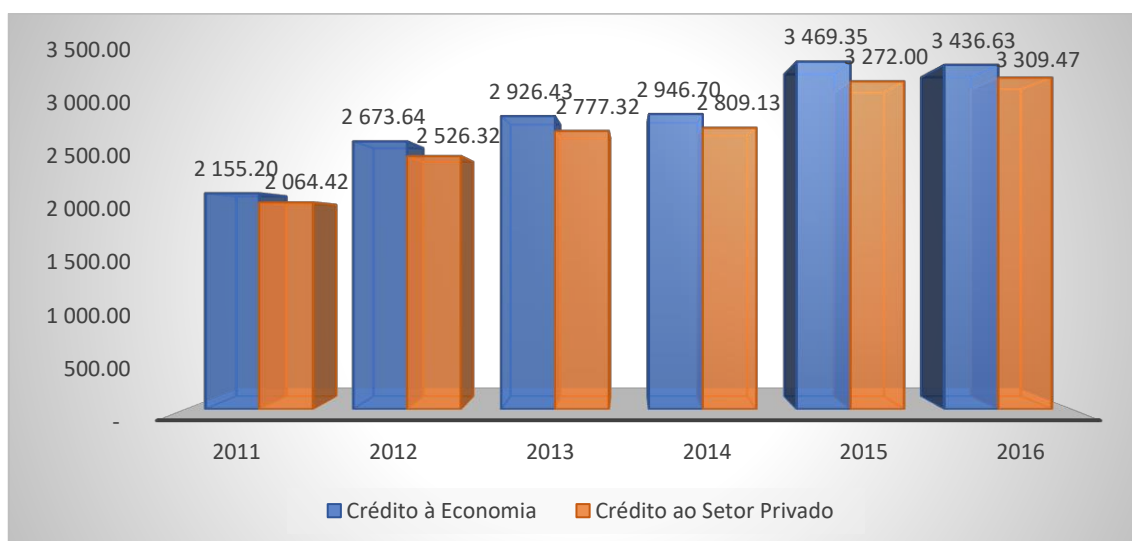
Até ao primeiro semestre de 2016, em Angola existia um total de 157 agências e dependências de casas de câmbio, 19 agências e dependências de sociedades de microcrédito, 31 agências e dependências de sociedades de remessas de valores e finalmente, 2 agências de cooperativas de crédito.

Relativamente ao setor bancário angolano, em particular, pode-se afirmar que o mesmo tem apresentado um comportamento de crescimento ao longo do tempo. No período em referência (primeiro semestre de 2016), o país contava com um total de 1515 agências e dependências bancárias.

Destas agências e dependências, as Províncias de Luanda, Benguela e Huila, são as detém maiores percentagens, sendo 52,6%, 8,33% e 5,48%, respetivamente<sup>8</sup>. A Província de Cabinda tem cerca de 3% do total.

Com base nos Relatórios de Contas do BNA, o setor bancário angolano tem vindo a registar uma tendência crescente no créditos total concedido à economia nacional, no intervalo de tempo de 2011 a 2016. O crédito correspondente neste período é de aproximadamente em Kzs 2.155,20 mil milhões em 2011, Kzs 2.673,64 mil milhões em 2012, Kzs 2.926,43 mil milhões em 2013, Kzs 2.946,70 mil milhões em 2014, Kzs 3.469,35 mil milhões em 2015 e um total de Kz 3.436,63 mil milhões em 2016. De realçar que no ano 2016 houve uma redução de crédito concedido na ordem de 0,94% em relação ao ano anterior. Do total do crédito concedido à economia, mais de 94% do mesmo foi concedido ao setor privado. O Gráfico 2 ilustra o comportamento do crédito total concedido à economia ao longo dos últimos anos.

Gráfico 2 - Crédito concedido à economia e ao setor privado (mil milhões de Kzs)



Fonte: Adaptado do BNA

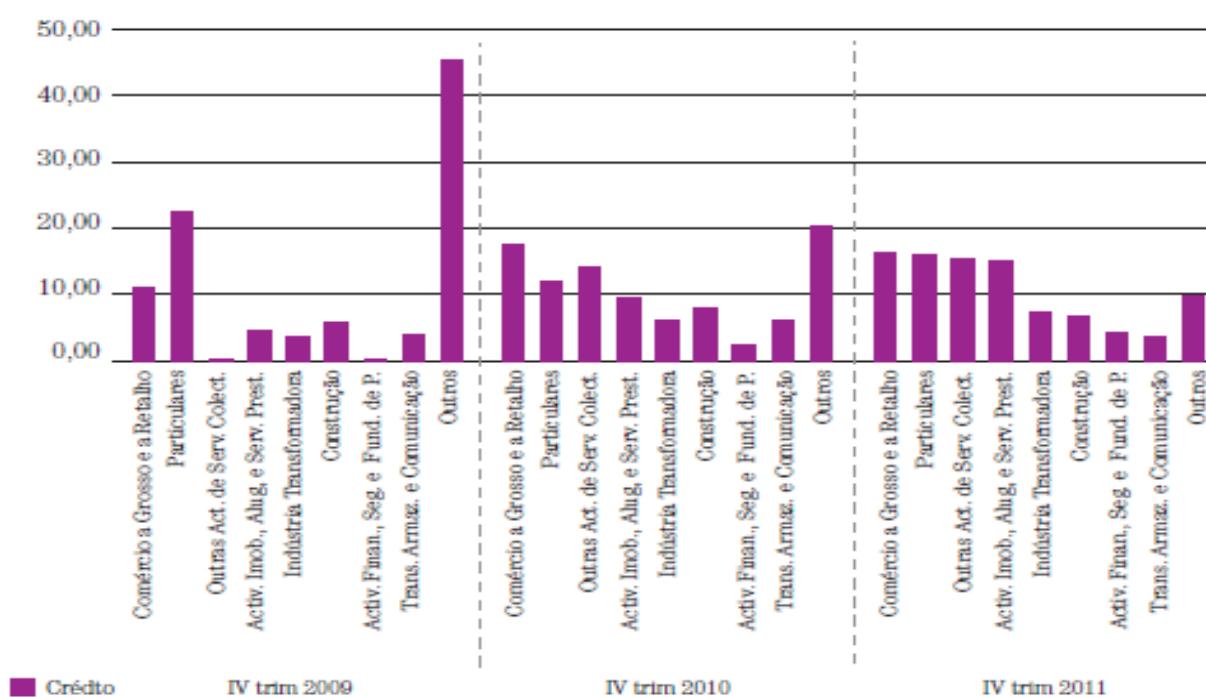
<sup>8</sup> Relatório de estabilidade financeira do BNA (2016)

## Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola

De acordo com os relatórios analisados e como se pode ver no gráfico 2, o crédito total concedido à economia apresenta uma tendência crescente até 2015, reduzindo-se ligeiramente em 2016. Todavia, o crédito vencido no mesmo período, foi-se agravando ao longo do tempo, entre 117,20 mil milhões, 286,03 mil milhões, 328,9 mil milhões, 465,64 mil milhões e 599,2 mil milhões nos anos de 2011, 2012, 2013, 2014 e 2015, respetivamente.

A distribuição do crédito por setor de atividade pode ser observada nos gráficos 3 e 4, fazendo menção ao quarto trimestre dos anos 2011, 2015 e 2016.

Gráfico 3 - Distribuição do crédito por setor de atividade, 2011 (% do crédito Total)



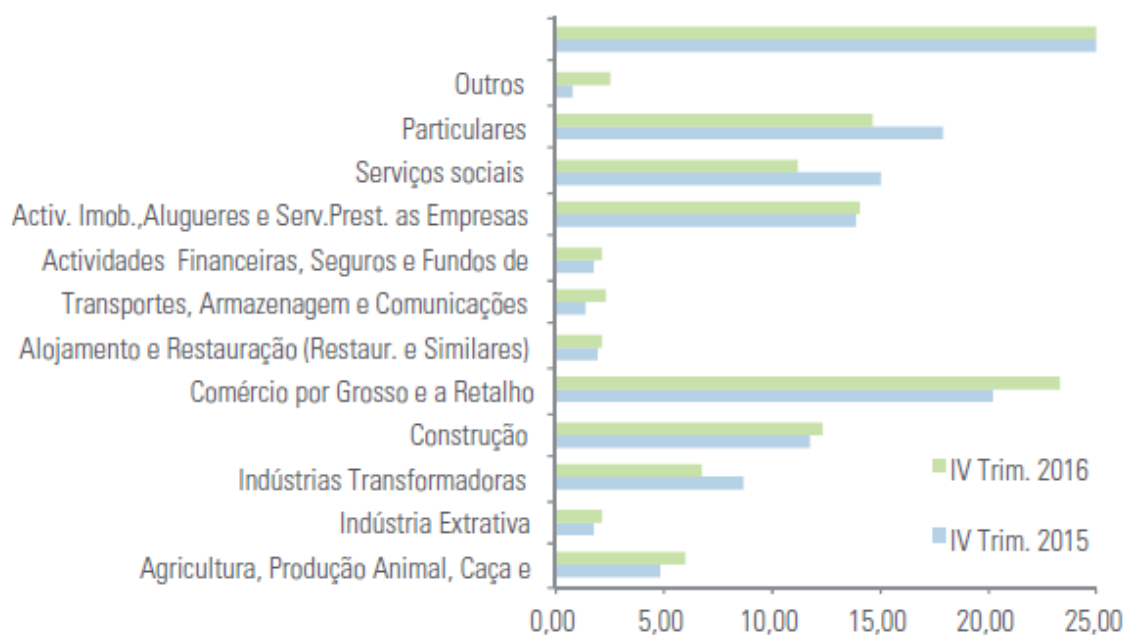
Fonte: Banco Nacional de Angola (BNA)

Observando o gráfico 4, isto é, o primeiro histograma e/ou barra do quarto trimestre de 2011, pode-se constatar que a maior percentagem do crédito foi concedido ao setor de comércio, com cerca de 17% do total, seguido do crédito concedido aos particulares com cerca de 16%, aproximadamente, 15% para as outras atividades de serviços coletivos, as atividades imobiliárias, aluguer e serviços prestados as empresas com cerca de 14%, a indústria transformadora e a construção, com cerca 8% e 7%, respetivamente, e o restante para outros setores.

O gráfico seguinte apresenta a distribuição do crédito total no quarto trimestre dos dois últimos anos do em análise.

## Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola

Gráfico 4 - Distribuição do crédito por setor de atividade, 2015 e 2016 (% do crédito Total)



Fonte: Banco Nacional de Angola (BNA)

A partir do gráfico 4, pode-se observar que houve um aumento do peso do crédito nos setores atividades, tais como, comércio, construção, agricultura e pecuária, indústria extrativa, alojamento e restauração e transportes, e uma redução em alguns setores, como por exemplo, indústria transformadora e crédito a particulares, relativamente ao período homólogo de 2015 e 2016.

Dada a importância das PME para a economia de Angola, sob objetivo de auxiliar, no âmbito de promoção e desenvolvimento das PME em Angola, o Governo angolano tem vindo a implementar vários programas, com a finalidade de facilitar às PME o acesso ao crédito, como é o caso do programa Angola Investe e o mais recente, que surgiu em 2017, o programa *Projovem*, entre outros.

O programa Angola Investe, visa fundamentalmente, auxiliar o processo de financiamento das PME para o investimento em ativos fixos e o reforço do fundo de maneiio das empresas de quatro setores prioritários: Agricultura, Pecuária e Pescas; Materiais de Construção; Serviços de Apoio ao Setor Produtivo e Indústria Transformadora, Geologia e Minas, com taxas de juros bonificadas pelo Ministério da Economia. Através de um acordo estabelecido com os Ministérios de Economia e Finanças, o Banco Internacional de Comércio (BIC), na qualidade de banco comercial, é o banco que ficou encarregue de conceder o crédito às PME, certificadas pelo INAPEM a uma taxa de juro de 5%, situando-se a taxa de juro normal do crédito entre 17% e 25%,

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

O programa *Projovem* é uma linha de crédito de apoio ao empreendedorismo jovem, com o objetivo de promover o espírito empreendedor no seio da juventude, entre 18 e 40 anos de idade, na criação efetiva de negócios sustentáveis. As empresas que concorrem ao acesso ao crédito deste programa através do Banco de Comércio e Indústria em que foram estabelecidos os acordos para o efeito, são as pertencentes áreas aos setores de agropecuária, pesca e silvicultura, indústria transformadora, comércio e serviço e infraestruturas, com as seguintes taxas de juro :7%,12%, 8,27% e 9,43%, respetivamente, e um valor máximo de Kz 40 milhões, desde que a empresa seja certificada pelo INAPEM. No sentido de auxiliar as empresas no processo de candidatura ao crédito e na minimização das dificuldades burocráticas, o INAPEM e o Banco de desenvolvimento de Angola (BDA), são as instituições autorizadas neste âmbito.

### **4.2 - Caracterização do Tecido Empresarial em Angola**

Angola é um dos 54 países que compõem o continente africano, localizado na costa ocidental, constituído por um conjunto de 18 Províncias, cuja capital é Luanda. A superfície territorial de Angola é de cerca de 1.246.700 km<sup>2</sup>, com uma população estimada de 30.774.205 habitantes. O país faz fronteira a norte e a nordeste com a República do Congo e a República Democrática do Congo, a leste com a República da Zâmbia, a sul com a República da Namíbia e a oeste com o Oceano Atlântico, tendo como moeda nacional o *Kwanza*, com o código internacional (AOA)<sup>9</sup>.

Após a independência em 11 de novembro de 1975, o país mergulhou numa guerra civil que durou quase três décadas, tendo a sua economia sido bastante afetada neste período. A partir de 1975, a economia angolana pode-se dividir em três períodos de desenvolvimento e/ou mudança, sendo o primeiro período, de 1975 a 1988, designado como o período da predominância de uma economia centralizada, começando com a fase de transição para uma economia centralizada. O segundo período, entre 1989 e 2001, caracteriza-se como sendo um período de economia de mercado e neoliberalismo, e o terceiro período, entre 2002 e 2010, é qualificado como período de uma maior intervenção estatal na economia, depois do alcance da paz em 2002 (Filho & Chimbulo, 2014).

Nos primeiros 15 anos após a independência, a economia angolana apresentava um número bastante restrito de empresas. No intervalo de 1994 a 2001, registava-se a existência de cerca de 13.636 empresas na economia angolana, distribuídas pelos setores de comércio, agricultura, produção animal e silvicultura, indústria transformadora e construção (Andrade, 2002).

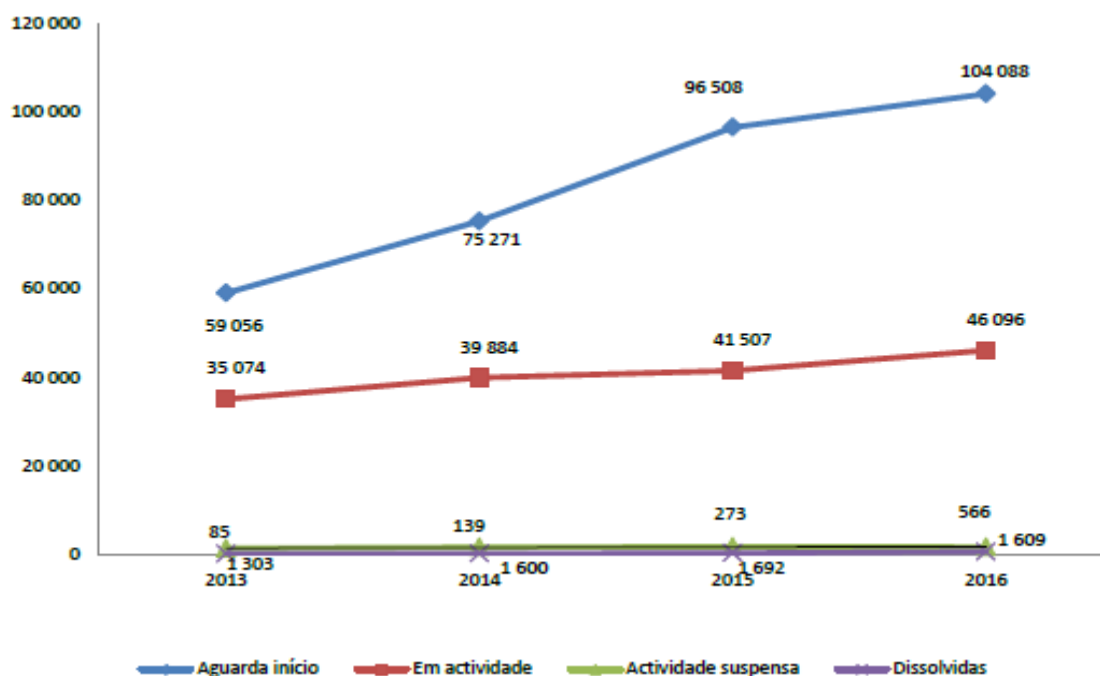
---

<sup>9</sup> <https://www.sport-histoire.fr/pt/Geografia/Africa/Angola.php>

## Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola

Em 2015, o tecido empresarial angolano registou um total de 41.507 empresas ativas, e em 2016 houve uma ligeira subida do número de empresas em plena atividade, situando-se na ordem de 46.096, distribuídas pelos seguintes ramos de atividade económica: 50% no ramo de comércio, 9% nas atividades relacionadas à reparação de veículos automóveis e motociclos, 6% no setor de alojamento e restauração, 6% no ramo de construção, 6% no setor da indústria transformadora e 4% nas atividades administrativas e serviços de apoio, segundo o Instituto Nacional de Estatística-Angola, (INE), (2017). O Gráfico 5 apresenta a tendência do tecido empresarial em Angola no intervalo de tempo de 2013 a 2016.

Gráfico 5 - Empresas registadas no período 2013-2016



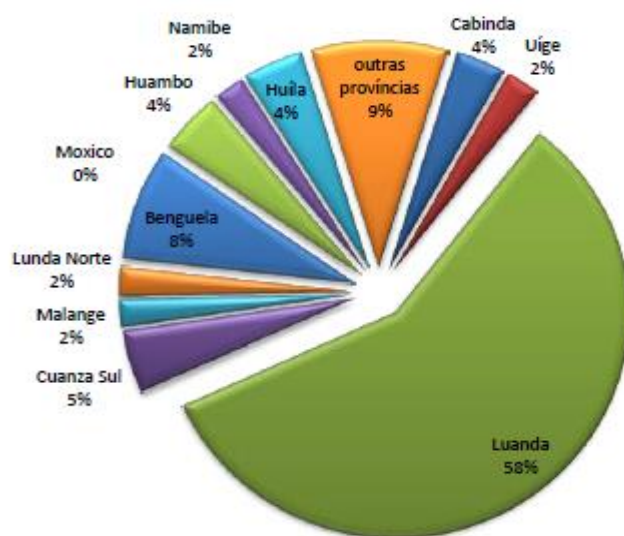
Fonte: Instituto Nacional de Estatística - Angola, (2017)

Até 2016, verificou-se que mais de 50 % das empresas em atividade estavam instaladas na capital do país, Luanda, como se pode observar no Gráfico 6 a seguir, que apresenta a distribuição das empresas por Província.

Tendo em conta que os dados obtidos do Instituto Nacional de Estatística não apresentam uma distribuição das empresas de grande dimensão e das pequenas e médias empresas, e com base o Despacho nº 316/17 de 17 de julho do Ministério das Finanças, publicado em Diário da República, no qual se apresenta a lista atualizada dos grandes contribuintes, com aproximadamente 400 empresas, pode-se deduzir que o número de pequenas e médias empresas pode ser superior a 45.000 empresas, segundo as duas fontes.

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

**Gráfico 6** - Distribuição de empresas em atividade por Província em 2016



Fonte: Instituto Nacional de Estatística - Angola, (2017)

A classificação das PME no contexto angolano, é estabelecida de acordo a Lei nº 30/11 de 13 de setembro, a qual estabelece as normas relativas ao tratamento diferenciado que devem merecer as PME, bem como as condições de acesso aos respetivos incentivos e facilidades.

Na tabela 2, é apresentada a classificação das PME tendo em conta os critérios definidos pela referida Lei, que são nomeadamente, o número de trabalhadores e o volume de faturação total anual.

**Tabela 2** - Classificação das PME

Tipo de Empresa	Nº de trabalhadores	Faturação
<b>Pequenas Empresas</b>	Empregam mais de 10 e até 100 trabalhadores	Faturação bruta anual (equivalente em Kz) superior a USD 250 mil até USD 3 milhões
<b>Médias Empresas</b>	Empregam mais de 100 e até 200 trabalhadores	Faturação bruta anual (equivalente em Kz) superior a USD 3 milhões e até USD 10 milhões

Kz: Kwanza

A Lei nº 30/11 de 13 de setembro, estabelece alguns programas de incentivos e facilidades, tais como, incentivos fiscais e financeiros, organizacionais, de criação de competências, de capacitação tecnológica, cursos de formação e/ou superação profissional, criação de linhas de crédito bonificadas, simplificação de procedimentos para a constituição de empresas e de licenciamentos da sua atividade económica, entre outros, a serem proporcionados pelo Executivo angolano. Para além desses incentivos, a mesma Lei estabelece uma percentagem mínima de 25% do orçamento do Estado e demais entidades públicas, a destinar-se a aquisição

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

de bens e serviços pelas PME e igual percentagem mínima para os concursos de adjudicação de empreitadas de obras públicas, como estratégias que visam a promoção das PME para contribuírem da melhor maneira para o desenvolvimento económico-social do país.

No âmbito do acompanhamento do desempenho e contributo das empresas em Angola, foram criados diversos órgãos governamentais encarregues para o efeito. Por exemplo, o Instituto de Fomento Empresarial (IFE), em 2011, que no quadro da sua adequação estatutária, através do Decreto Presidencial nº 56/16 de março de 2016, publicado em Diário da República, foi indicado como sendo o órgão da administração indireta do Estado, ao qual compete genericamente a implementação das políticas e estratégias do fomento empresarial para as grandes empresas, sob tutela do Ministério da Economia.

Para cuidar das questões ligadas às PME, foi criado há mais de 20 anos, um organismo designado por Instituto Nacional de Apoio às Micros, Pequenas e Médias empresas (INAPEM), tutelado igualmente pelo Ministério da Economia, cuja missão é fomentar o desenvolvimento das PME, a implementação das políticas e estratégias no domínio da formação/capacitação empresarial e financiamento, assistência técnica e consultoria, apoiar o fortalecimento e modernização da estrutura empresarial do país e administrar os fundos públicos, orçamentos e outros recursos postos à disposição com a finalidade de apoio às PME. Este órgão é responsável pela classificação e/ou certificação das PME nas três diferentes categorias de empresas (micro, pequenas e médias empresas). Portanto, as empresas certificadas pelo INAPEM têm a possibilidade de usufruir de vários benefícios tais como, o apoio ao crédito, benefícios fiscais, fornecedor privilegiado do Estado, etc.

Para dotar as PME de conhecimentos e habilidades à vida empresarial, o INAPEM construiu incubadoras em algumas Províncias, em 2013, com vista a disponibilizar, sobretudo para as empresas em fase inicial, uma gama de serviços, para além da formação dos empreendedores.

A Província de Cabinda é uma das 18 Províncias que compõe a República de Angola, localizada mais ao norte do país, com uma superfície territorial de 7.283 km<sup>2</sup> e uma população estimada de 801.374 habitantes<sup>10</sup>. Cabinda é uma Província constituída por 4 Municípios, a saber: Cabinda, Cacongo, Buco-Zau e Belize, sendo a capital da província com o mesmo nome. A província faz fronteira ao norte com a República do Congo, a leste e ao sul com a República Democrática do Congo e a oeste com o Oceano Atlântico.

Segundo o Instituto Nacional de Estatística (INE) de Angola, em 2011 a Província de Cabinda apresentava um número de 1.294 empresas em atividade. No entanto, o Instituto Nacional de Apoio às Micro, Pequenas e Médias Empresas de Angola (INAPEM), certificou um total de 7.631

---

<sup>10</sup> Instituto Nacional de Estatística de Angola (2014)

empresas, isto é, nos anos entre 2012 e 2017, sendo que apenas 9% do total das empresas estão sediadas na Província de Cabinda.

## **Capítulo 5 - Metodologia de Investigação**

No presente capítulo é apresentada a metodologia usada neste estudo, começando por fazer menção aos objetivos de investigação e ao tipo de abordagem de investigação, seguindo-se a apresentação de estudos empíricos realizados em Angola, as hipóteses formuladas, população e amostra, fonte de dados e variáveis tidas em conta e, finalmente o método de estimação.

### **5.1 - Objetivos e Hipóteses de Investigação**

#### **5.1.1 - Objetivos de Investigação**

O principal objetivo desta investigação consiste em analisar os fatores determinantes da estrutura de capital das PME, bem como os principais constrangimentos de acesso ao financiamento bancário das PME na Província de Cabinda, situada a norte de Angola.

Para o alcance do objetivo principal proposto no presente estudo, estabeleceram-se os seguintes objetivos específicos:

- Identificar os determinantes da estrutura de capital das PME sediadas na Província de Cabinda - Angola.
- Analisar a relação entre os determinantes e a estrutura de capital das PME sediadas na Província de Cabinda - Angola.
- Examinar os principais constrangimentos no acesso ao financiamento bancário enfrentados pelas PME sediadas na Província de Cabinda - Angola.

#### **Abordagem de Investigação**

Segundo Borch & Arthur, (1995) a investigação empírica pode ser realizada com base em três tipos de abordagens: abordagem quantitativa, abordagem qualitativa e abordagem que propõe uma ponte entre ambas ou seja, abordagem mista. Cada uma das abordagens é constituída por

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

um conjunto de técnicas, critérios e métodos que visam melhorar a percepção dos fenómenos ou factos reais em diferentes contextos mais ou menos complexos.

Marconi & Lakatos, (2011) caracterizam a investigação qualitativa, como sendo a tentativa que visa compreender de maneira detalhada os significados e características situacionais apresentados pelos entrevistados, ou a compreensão mais aprofundada sobre o fenómeno ou situação em estudo, visto que se exige um maior rigor ao investigador, devido sua interação direta na situação estudada, partindo da recolha de dados até às conclusões. Para os autores, a investigação quantitativa é aquela que requer a recolha de informação quantitativa e o recurso a modelos econométricos para tratamento dos dados obtidos.

Segundo Vilelas (2017, p.161,163), por um lado, “os estudos quantitativos admitem que tudo pode ser quantificável, isto é, que é possível traduzir em números as opiniões e as informações para, em seguida, poderem ser classificadas e analisadas, requerendo o recurso a técnicas estatísticas. Por outro lado, os estudos qualitativos consideram que há uma relação dinâmica entre o mundo real e o sujeito, isto é, um vínculo indissociável entre o mundo objetivo e a subjetividade do sujeito, que não pode ser traduzido em números e, não se requer o uso de métodos econométricas nem de técnicas estatísticas”. Para o autor, a investigação qualitativa é baseada na abordagem interpretativa da realidade social.

O alcance dos objetivos da investigação, passa necessariamente pela obtenção das informações necessárias e/ou suficientes, sendo elas dependentes dos métodos a serem empregues na pesquisa e, conseqüentemente, com impacto no sucesso ou insucesso do estudo.

Deste modo, no que se refere à abordagem de investigação adotada neste estudo, utilizou-se uma abordagem mista, isto é, quantitativa e qualitativa. No entanto, o estudo realizou, na primeira fase, uma análise quantitativa a partir das informações extraídas das demonstrações financeiras das PME em Cabinda. Nesta fase da investigação, procurou-se analisar os determinantes da estrutura de capital das PME através da utilização de modelos econométricos.

A publicação de pesquisas com uma abordagem qualitativa tem aumentado nas últimas décadas nas principais revistas internacionais na área de Gestão (Cornelissen, 2016). Para este autor, esta abordagem (qualitativa) tem seguido a direção de pesquisas quantitativas, não apenas olhando como esta última é relatada, mas também procurando imitar o estilo de teorização, tipicamente associado à abordagem quantitativa. Gioia, Corley & Hamilton, (2012) afirmam que a pesquisa qualitativa está direcionada para o rigor qualitativo, desta forma não apenas em busca de novos conceitos, mas também para formulação de novas teorias.

Elaborou-se um guião de entrevista com perguntas temáticas, com maior realce na terceira parte, com vista a obtenção de informações específicas sobre os constrangimentos no acesso ao financiamento externo, isto é, a empréstimos bancários (ver apêndice 3). Este guião das entrevistas foi submetido a um pré-teste junto de três PME das 15 PME selecionadas para a

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

amostra de investigação, com o objetivo de se ter uma percepção dos entrevistados quanto à compreensão harmoniosa das questões. Após o pré-teste, identificaram-se algumas dificuldades ou dúvidas na compreensão de alguns termos que mereceram de uma revisão e reajuste para permitir uma melhor compreensão dos entrevistados.

A entrevista semiestruturada é composta por um conjunto de questões abertas, para permitir que os intervenientes expressem livremente as suas opiniões e obter uma ideia mais detalhada da realidade, com base na experiência vivida por eles (Fortin, 2006).

Em seguida, fez-se a análise e interpretação da informação obtida. Na abordagem qualitativa, a informação submetida à análise pode ser, por exemplo, textos, documentos, comunicação. Este estudo baseou-se nas transcrições das entrevistas dos proprietários/gestores, sobre os principais constrangimentos no acesso ao financiamento externo enfrentados pelas PME. Após a transcrição das entrevistas, aplicou-se a técnica de análise de conteúdo ou análise temática, tal como sugerido por Erdogan, (2018) que serviu de base desta pesquisa na vertente qualitativa. Sampieri et al., (2000) afirmam que acerca da técnica de análise de conteúdo, “trata-se de uma técnica para estudar e analisar a comunicação de uma maneira objetiva, sistemática e quantitativa”. Por sua vez, Krippendorff, (2004) acrescenta que a técnica de análise de conteúdo permite fazer inferências válidas, confiáveis e replicáveis dos dados com respeito ao seu contexto.

A técnica de análise de conteúdo é feita por meio de uma codificação, o processo pelo qual as características relevantes do conteúdo de uma mensagem são transformadas a unidades que permitem a sua descrição e análise preciso (Sampieri et al., 2000). Para os autores, as unidades de análise constituem segmentos de conteúdo das mensagens que são caracterizados e devem inserirem-se numa categoria, que podem ser a palavra, o tema, o item, a personagem, medidas espaço-tempo. Estas unidades são introduzidas em categorias e estas últimas em subcategorias.

No entanto, Bardin, (2009) aborda que a análise de dados qualitativos com o recurso à técnica de análise de conteúdo, obedece um conjunto de quatro fases, tais como: categorização, considerada como sendo a primeira fase que consiste geralmente na descrição; a segunda fase, é a avaliação, que procura comparar ou avaliar a postura do respondente com o propósito da pesquisa; a terceira é a enunciação, que consiste na compreensão da entrevista como um processo, centrando-se a análise nos conteúdos e finalmente, a quarta fase, expressão, voltada concretamente para a análise formal e linguística e levada a cabo para indagar a veracidade dos documentos.

Hsieh & Shannon, (2005) classificam a técnica de análise de conteúdo em três abordagens: análise de conteúdo convencional, análise de conteúdo direcionada e análise de conteúdo sumativa, tendo as três abordagens a mesma finalidade que consiste em interpretar o significado do conteúdo dos textos. As principais diferenças existentes entre elas, estão

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

associadas com a forma para iniciar a codificação e também das fontes de códigos. Na abordagem convencional, o estudo começa com a observação e a definição dos códigos é feita a partir dos dados do texto durante a análise; na abordagem direcionada, o estudo parte de teoria ou de estudos anteriores relevantes dos quais derivam os códigos antes e durante a análise e na abordagem sumativa, inicia-se através da identificação das palavras-chave pelo pesquisador ou de pesquisas anteriores, antes e durante a análise de dados (Hsieh & Shannon, 2005).

Relativamente à parte qualitativa deste estudo, para o tratamento de dados, aplicou-se uma abordagem de análise de conteúdo direcionada, tendo em conta que o processo de codificação teve como base alguns estudos relevantes (Erdogan, 2018). O processo de codificação realizado neste estudo foi feito com o apoio do *software* MAXQDA 2018 e, seguido, da interpretação, tendo em conta a questão de investigação. Este *software*, para além de auxiliar o processo de codificação dos dados, exerce outras funções, como por exemplo, organização dos dados, elaboração de relatórios a partir de dados importados de entrevistas, questionários, áudios, vídeos e imagens.

Segundo Vilelas (2017) a análise de conteúdo propriamente dito, apesar das três abordagens descritas anteriormente, depende fundamentalmente do tipo de investigação, do problema de investigação e do corpo teórico adotado pelo investigador. Para o autor, a promoção do alcance e da compreensão dos significados manifestos e latentes no material da comunicação, podem ser realizadas por diferentes técnicas: análise temática ou categorial, análise da avaliação ou representacional, análise da expressão, análise das relações e análise da enunciação.

Para o efeito, na presente pesquisa adotou-se a análise temática ou categorial que “consiste em operações de desmembramento do texto em unidades (categorias) segundo reagrupamentos lógicos. Estas operações visam descobrir os núcleos de sentido que compõem uma comunicação, preocupando-se com a frequência destes núcleos, sob a forma de dados segmentáveis e comparáveis” (Vilelas, 2017, p. 94).

Segundo Amado, (2014) a categorização, consiste no processo que visa transformar os dados brutos em agrupamentos de unidades mais específicas, com características relevantes do conteúdo para uma melhor descrição.

A análise de conteúdo é realizada em diferentes fases. Segundo Bardin, (2016) e Vilelas, (2017) a análise de conteúdo obedece a três fases: a pré-análise, a exploração do material e, finalmente, o tratamento dos resultados, a inferência e a interpretação. Por outro lado, Afonso (2014) sugere a aplicação de seis fases para a realização de análise de conteúdo: organização dos dados, produção de categorias, codificação de dados, testagem das interpretações, busca de explicações alternativas e produção do texto final.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Segundo Bardin, (2016) e Vilelas, (2017), na primeira fase (**pré-análise**), realizam-se, essencialmente, as leituras e a escolha dos documentos para a análise e a organização dos mesmos. Ou seja, “a pré-análise tem por objetivo a organização, embora ela própria seja composta por atividades não estruturadas, por oposição à exploração sistemática dos documentos” (Bardin, 2016, p. 96).

Na segunda fase (**exploração do material**), é realizada a “aplicação sistemática das decisões tomadas, quer se trate de procedimentos aplicados manualmente ou de operações efetuadas por computador, o decorrer do programa completa-se mecanicamente” (Bardin, 2016, p. 101). É a fase pela qual são feitas as operações de codificação, decomposição dos dados em unidades específicas em função de regras formuladas a priori (Vilelas, 2017).

Na terceira fase (**tratamento dos resultados, a inferência e a interpretação**), “os dados brutos são submetidos a operações estatísticas, a fim de se investigar a sua significância estatística e de evidenciarem as informações obtidas”, e o “investigador faz as suas inferências e realiza as suas interpretações, de acordo o quadro teórico e os objetivos propostos” (Vilelas, 2017, p. 394).

As primeiras três fases sugeridas por Afonso, (2014) são resumidas nas primeiras duas fases propostas por Bardin, (2016) e Vilelas, (2017).

Segundo Afonso, (2014), na quarta fase (**teste das interpretações**), procede-se uma análise lógica e analítica da informação, com vista a estabelecer as possíveis relações de conformidade da informação obtida com a base teórica.

Na quinta fase (**busca de explicações alternativas**), “o investigador deve desafiar a coerência e solidez da sua construção interpretativa procurando deliberadamente os dados que possam enfraquecê-la ou contradizê-la” (Afonso, 2014, p. 130). Para tal, é necessária uma análise exaustiva do material elaborado anteriormente, para obter uma maior visão dos possíveis indicadores considerados na interpretação anterior, para a busca de possíveis explicações alternativas.

Na sexta fase (**produção de texto final**), é a fase pela qual é produzido o texto interpretativo final, que tem por objetivo responder com a maior clareza possível à(s) questão(s) levantada(s) na pesquisa.

### **5.1.2 - Hipóteses de Investigação**

As hipóteses formuladas neste estudo estão associadas aos determinantes de estrutura de capital considerados neste estudo, tais como: tangibilidade dos ativos, tamanho ou dimensão, idade, rentabilidade, oportunidades de crescimento, liquidez, benefícios fiscais extra dívida, localização, esta última, sendo uma variável *dummy*.

*Tangibilidade dos ativos*

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Partindo de vários estudos que consideraram a tangibilidade dos ativos, mencionados na seção 2.3, obtiveram-se evidências empíricas significativas de existências de um relacionamentos com o nível de endividamento das PME (Cassar & Holmes, 2003; Benkraiem & Gurau, 2013; Matias & Serrasqueiro, 2017; Öhman & Yazdanfar, 2017).

Tendo em conta o exposto anteriormente, formularam-se as seguintes hipóteses:

H<sub>1a</sub>: Existe uma relação negativa entre os ativos tangíveis e o endividamento de curto prazo das PME;

H<sub>1b</sub>: Existe uma relação positiva entre os ativos tangíveis e o endividamento de médio e longo prazo das PME;

H<sub>1c</sub>: Existe uma relação positiva entre os ativos tangíveis e o endividamento total das PME.

### *Dimensão*

De acordo com Michaelas, Chittenden, & Poutziouris, (1999) Youssef & El-Ghonamie, (2015), Serrasqueiro, Nunes, & Silva, (2016), Matias & Serrasqueiro, (2017) a dimensão da empresa afeta o nível de endividamento da mesma. Vários outros autores corroboram a existência de uma relação entre a dimensão e o endividamento, como foi abordado, anteriormente na seção 2.3. Apoiando-se nestes estudos, formularam-se as seguintes hipóteses:

H<sub>2a</sub>: Existe uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o endividamento de curto prazo das PME;

H<sub>2b</sub>: Existe uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o endividamento de médio e longo prazo das PME;

H<sub>2c</sub>: Existe uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o endividamento total das PME.

### *Idade*

A teoria da *pecking order* sugere que as empresas mais jovens tendem a recorrer mais ao financiamento externo em relação as empresas mais velhas. Partido desta teoria, Ohman & Yazdanfar (2017) afirmaram que as empresas mais antigas recorrem menos ao endividamento, pressupondo que estas possuem lucros acumulados que podem ser usados para financiar as suas atividades.

Seguindo estes e outros autores, formularam-se as seguintes hipóteses acerca do relacionamento entre a idade e o nível de endividamento:

H<sub>3a</sub>: Existe uma relação negativa entre a idade e o endividamento de curto prazo das PME;

H<sub>3b</sub>: Existe uma relação negativa entre a idade e o endividamento de médio e longo prazo das PME;

H<sub>3c</sub>: Existe uma relação negativa entre a idade e o endividamento total das PME.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

### *Rentabilidade*

Na seção 2.3, foram analisados vários estudos empíricos que investigaram a relação entre a rentabilidade e o endividamento das empresas, uns encontraram evidências positivas e outros negativas. Porém, a teoria da *pecking order* admite uma relação negativa entre a rentabilidade e o endividamento.

Tendo em conta os princípios da teoria da *pecking order*, formularam-se as hipóteses seguintes:

**H<sub>4a</sub>:** Existe uma relação negativa entre a rentabilidade e o endividamento de curto prazo das PME;

**H<sub>4b</sub>:** Existe uma relação negativa entre a rentabilidade e o endividamento de médio e longo prazo das PME;

**H<sub>4c</sub>:** Existe uma relação negativa entre a rentabilidade e o endividamento total das PME.

### *Oportunidades de crescimento,*

A teoria do *trade-off* sugere que as oportunidades de crescimento estão relacionadas negativamente com o endividamento da empresa, na medida em que as empresas com maiores possibilidades de crescimento tendem a incorrer maiores custos de falência e de agência. A teoria da *pecking order* sugere uma relação positiva entre aquelas duas variáveis (Degryse et al., 2012; Proença et al., 2014; Dasilas & Papasyriopoulos, 2015).

Em contextos diferentes, Brito et al., (2007) no Brasil e Abor & Biekpe, (2009) no Gana, determinaram a variável crescimento da empresa a partir do crescimento das vendas.

Autores como Haro-de-rosario et al. (2015) argumentam que as oportunidades de crescimento podem ser estimadas por referência às despesas de pesquisa e desenvolvimento, ou ao nível de ativos intangíveis. O nível dos ativos intangíveis tem sido utilizado com bastante frequência nos estudos sobre a estrutura de capital das empresas de grande porte e das pequenas e médias empresas. No estudo de Adair & Adaskou, (2015) no contexto das PME francesas, as oportunidades de crescimento são medidas a partir do quociente entre os ativos intangíveis e o total do ativo, tendo encontrado uma relação positiva com a dívida.

Nesta conformidade, na medida em que a *proxy* a ter em conta para estimar as oportunidades de crescimento são os ativos intangíveis, espera-se que as PME possam financiar o seu crescimento futuro com recurso a dívida de longo prazo (Degryse et al., 2012; Haro-de-rosario et al., 2015).

Assim sendo, formulam-se as seguintes hipóteses acerca da relação entre as oportunidades de crescimento e o endividamento:

**H<sub>5a</sub>:** Existe uma relação positiva entre as oportunidades de crescimento e o endividamento de curto prazo das PME;

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

**H<sub>5b</sub>**: Existe uma relação positiva entre as oportunidades de crescimento e o endividamento de médio e longo prazo das PME;

**H<sub>5c</sub>**: Existe uma relação positiva entre as oportunidades de crescimento e o endividamento total das PME.

### *Liquidez*

Öhman & Yazdanfar (2017) concluem, com base a teoria da *pecking order*, que a liquidez está negativamente relacionada com o endividamento nas PME, levando-nos a propor as seguintes hipóteses de investigação:

**H<sub>6a</sub>**: Existe uma relação negativa entre a liquidez e o endividamento de curto prazo das PME;

**H<sub>6b</sub>**: Existe uma relação negativa entre a liquidez e o endividamento de médio e longo prazo das PME;

**H<sub>6c</sub>**: Existe uma relação negativa entre a liquidez e o endividamento total das PME.

### *Benefícios fiscais não associados a dívida,*

De acordo com Ahmad & Etudaiye-Muhtar (2017), os benefícios fiscais extra dívida têm um efeito significativo na estrutura de capital das PME, verificando-se um relacionamento positivo com o endividamento de curto prazo e uma relação negativa com o endividamento de longo prazo. Seguindo os autores e com base nos argumentos apresentados anteriormente na seção 2.3, formularam-se as seguintes hipóteses:

**H<sub>7a</sub>**: Existe uma relação positiva entre os benefícios fiscais extra dívida e o endividamento de curto prazo das PME;

**H<sub>7b</sub>**: Existe uma relação negativa entre os benefícios fiscais extra dívida e o endividamento de médio e longo prazo das PME;

**H<sub>7c</sub>**: Existe uma relação positiva entre os benefícios fiscais extra dívida e o endividamento total das PME.

### *Localização*

Alguns estudos têm analisado se a variável localização geográfica pode influenciar a estrutura de capital da empresa (Russo & Rossi, 2001; Hendrawan, 2012b). Algumas evidências empíricas concluíram a existência de uma relação positiva entre a localização e o nível de endividamento das PME.

A variável localização é uma variável *dummy*, nesta pesquisa, assumindo o valor 1, caso a empresa se localize na capital da Província (Cabinda) e 0, caso contrário, isto é, nos municípios de interior (Cacongo, Buco-Zau e Belize).

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Deste modo, espera-se uma relação (que pode ser negativa ou positiva) entre a localização da empresa e o nível de endividamento da empresa, sugerindo-se assim as seguintes hipóteses:

**H<sub>8a</sub>**: Existe uma relação entre a localização e o nível de endividamento de curto prazo das PME;

**H<sub>8b</sub>**: Existe uma relação entre a localização e o nível de endividamento de médio e longo prazo das PME';

**H<sub>8c</sub>**: Existe uma relação entre a localização e o nível de endividamento total das PME.

### **5.2 - População e Amostra**

Neste subponto são apresentadas de uma forma sucinta a população e a amostra consideradas nesta investigação. Para tal, começou-se por abordar alguns aspetos da população estudada e seguidamente, é apresentada a amostra levada em consideração, tendo em conta a disponibilidade dos dados.

A população considerada como objeto de investigação neste estudo é relacionada às PME sedeadas em Cabinda - Angola. A escolha da Província de Cabinda deve-se à sua especificidade geográfica, que consiste na descontinuidade territorial com o resto do país, o que permitiu que a província beneficiasse de um regime aduaneiro especial para as mercadorias importadas por sociedades comerciais com sede na Província<sup>11</sup>. A Província de Cabinda tem um total de 11 instituições bancárias comerciais e cerca de 1500 PME, das quais 780 PME obtiveram certificação até ao terceiro trimestre de 2019<sup>12</sup>.

Como foi relatado anteriormente, as PME representam a maior força do tecido empresarial de qualquer economia. Angola não foge à regra, com uma representação de mais de 90% de empresas.

No presente estudo, devido à insuficiência de vários recursos, foi impossível trabalhar com a população na íntegra, por esta razão, é necessário limitar a investigação em termos temporais e a uma amostra retirada da população total.

Traçados os objetivos e formuladas as hipóteses de investigação, o presente estudo tem como unidade de análise as PME não financeiras sedeadas na Província de Cabinda - Angola, com base os pontos 1 e 2, as alíneas a), b) e c) do ponto 2 do artigo 5º da lei nº 30/11 de 13 de setembro, como se fez menção anteriormente.

---

<sup>11</sup> Diário da República. Decreto Legislativo Presidencial nº 3/18 de 9 de maio, seção II, artigo 130º.

<sup>12</sup> INAPEM: Instituto nacional de apoio às Micro, Pequenas e Médias Empresas.

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

A amostra final considerada é constituída por 73 PME de diferentes setores de atividade económica, tendo sido obtida a partir de alguns critérios, como se explica a seguir. A amostra mínima que se pretendia alcançar inicialmente era de cerca de 100 PME, mas por questões relacionadas, fundamentalmente, à insuficiência de dados para o período em análise (2011-2016) e a violação dos critérios de classificação das PME, obtiveram-se dados apenas para 73 PME. As PME consideradas no presente estudo satisfazem as condições estabelecidas na Lei nº 30/11 de 13 de setembro, isto é, o número de trabalhadores não inferior a 10 e não superior a 200 e um volume de faturação entre 250 mil dólares a 10 milhões de dólares, equivalentes em Kwanzas (moeda nacional). A Tabela 3, abaixo, apresenta a distribuição da amostra por setor de atividade.

**Tabela 3 - Distribuição da amostra final**

Setor de atividade	Nº de PME	Percentagem	Nº de Observações
Hotelaria	6	8	36
Comércio	24	33	144
Construção civil	11	15	66
Indústria	8	11	48
Prestação de serviços	11	15	66
Educação (privado)	6	8	36
Transportes	2	3	12
Outros	5	7	30
<b>Total</b>	<b>73</b>	<b>100</b>	<b>438</b>

Na amostra final o setor de comércio é o mais representativo, com 33% de PME, os setores de construção civil e prestação de serviços, com 15%, cada, o setor de indústria, com 11%, os setores de educação e hotelaria com 8%, cada, e os restantes setores, com menos de 8% de PME.

Na Tabela 4, é apresentada a distribuição das PME por intervalos de idade, onde se pode constatar que mais de 50% das PME se situam no intervalo de 11 a 20 anos de idade, 13% das PME têm idade compreendida entre 21 e 30 anos e as restantes têm menos de 10 anos de idade.

**Tabela 4 - Distribuição das PME segundo a idade**

Idade de PME	Nº de PME	Percentagem
1 - 10	22	30
11 - 20	41	56
21 - 30	10	14
<b>Total</b>	<b>73</b>	<b>100</b>

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Com o intuito de investigar os principais constrangimentos no acesso ao financiamento bancário na Província de Cabinda, foi selecionada uma subamostra por conveniência da amostra final, constituída por 15 PME, tendo sido realizadas entrevistas semiestruturadas aos proprietários/gestores das referidas PME. A opção da amostragem por conveniência tem a ver com facilidade de obtenção de informações dos proprietários/gestores e relevantes para o estudo . Alguns proprietários/gestores apresentam alguma resistência na cedência de informações para o exterior, e em especial acerca das informações financeiras da empresa.

Na Tabela 5 são apresentadas algumas características das PME da subamostra, para uma melhor compreensão das mesmas.

**Tabela 5 - Caracterização das empresas**

<b>Setor</b>	<b>Cód. da empresa</b>	<b>Anos de existência</b>	<b>Nº de Trabalhadores</b>
<b>Educação (privado)</b>	E1	8	27
	E2	11	42
	E3	6	39
	E4	15	68
<b>Saúde (privado)</b>	S1	12	15
	S2	11	12
	S3	7	10
<b>Indústria</b>	I1	26	46
	I2	9	110
	I3	6	39
	I4	6	36
<b>Comércio</b>	C1	10	10
	C2	7	14
	C3	7	11
	C4	13	15

Como se pode observar na Tabela 5, as 15 PME que compõem a subamostra, pertencem a quatro setores de atividades, sendo os setores de educação e saúde consideradas neste estudo, estão associadas ao setor privado. Mais a diante, apresentam-se igualmente, algumas características dos proprietários/gerentes desta subamostra e aos quais se dirigiram as entrevistas.

### 5.3 - Determinantes de estrutura de capital (evidências empíricas em Angola)

Ainda existe um grande défice de trabalhos de investigação na área de finanças, mais concretamente sobre a estrutura de capital das empresas no geral, e em particular, das PME no contexto angolano e de Cabinda, em particular. Da pesquisa realizada, tanto quanto sabemos até ao momento, não existem artigos científicos, existindo algumas dissertações de mestrado que abordam a temática, sobre empresas localizadas em Angola. A Tabela 6 apresenta o resumo dos trabalhos desenvolvidos.

Tabela 6 - Evidências empíricas em Angola

Autor	Objetivo	Amostra	Variáveis	Conclusão
Mota & Moreira, (2017)	Identificar os determinantes da estrutura de capital das empresas portuguesas com investimento direto em Angola	26 Empresas	<b>Dependente:</b> Endividamento total <b>Independentes:</b> Estrutura de ativos, Tangibilidade, Idade, Liquidez, Rentabilidade, Intangibilidade e Benefícios fiscais não associados à dívida	As relações dos determinantes da estrutura de capital das empresas portuguesas em Angola se assemelham à dos estudos empíricos anteriores
Caluvi, (2016)	Analisar os determinantes da estrutura de capital das PME angolanas	56 PME	<b>Dependente:</b> Endividamento total <b>Independentes:</b> Crescimento, Tangibilidade, Idade, Dimensão, Rentabilidade, Investimento e Benefícios fiscais não associados à dívida	As variáveis Dimensão e Rentabilidade são as únicas que têm uma significância estatística; a PME estudada segue a teoria da <i>pecking order</i> na sua estrutura de capital.
Barros, (2014)	Investigar os determinantes da estrutura de capital das empresas do setor bancário em Angola	9 Instituições bancárias	<b>Dependente:</b> Endividamento de curto, médio e longo prazo e total <b>De controlo:</b> Risco de negócio, volume de negócio, custos financeiros, dimensão, rendimento, taxa de crescimento,	Existência de uma relação positiva entre os custos financeiros e dimensão com a estrutura de capital; efeito negativo dos ativos não correntes tangíveis e o endividamento; o endividamento de médio e longo prazo está relacionado positivamente

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

			reputação, ativos tangíveis, etc.	(negativamente) com o risco de negócio (taxa efetiva de imposto), já com o endividamento de curto prazo, as relações com as duas variáveis são opostas.
Sousa, (2011)	Indagar sobre os principais fatores que podem afetar a estrutura de capital das empresas portuguesas com filiais em Angola	26 empresas	<b>Dependente:</b> Rácio de endividamento <b>Independentes:</b> Crescimento das vendas, liquidez, distribuição de dividendos, rentabilidade das vendas, do capital próprio, do ativo, tamanho, idade, estrutura de ativos, ativos tangíveis.	Existe uma diferença nos fatores que afetam o <i>Debt to Equity</i> e o endividamento; O crescimento das vendas, liquidez, rentabilidade das vendas se relacionam positivamente com <i>Debt to Equity</i> ; a estrutura de ativos, ativos intangíveis e a rentabilidade do capital próprio influenciam positivamente o endividamento

A Tabela 7 apresenta um conjunto de estudos empíricos, realizados em vários contextos geográficos, sobre a estrutura de capital das empresas, no qual se pode observar as relações estatisticamente significativas entre o endividamento e os diferentes determinantes, bem como os principais indicadores ou a forma de cálculo desses determinantes, levados em consideração nas suas análises.

**Tabela 7 -** Relação entre os determinantes da estrutura de capital e o grau de endividamento dos estudos anteriores

Estudo	Determinante	Fórmula de cálculo	Relação com endividamento		
			Curto Prazo	Longo Prazo	Total
Öhman & Yazdanfar, (2017)	Idade	Ln do nº de anos da empresa	Negativa		
Matias e Serrasqueiro (2017)		Ln do nº de anos da empresa	Negativa	Positiva	Negativa
Adair e Adaskou (2015)		A diferença entre o primeiro ano de observação (2002) e a data de registo da empresa			Negativa
Dasilas e Papasyriopoulos (2015)		Nº de anos da empresa	Negativa	Positiva	
Öhman & Yazdanfar, (2017)		Crescimento	Variação percentual das vendas	Positiva	Positiva
(Ahmad & Etudaiye-Muhtar, 2017)	Despesas de capital/ativo total		Negativa	Negativa	Negativa
(Güner, 2016)	Variação percentual das vendas/variação percentual de ativos				Negativa

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Adair & Adaskou, (2015)		Ativos intangíveis/ativo total			Positiva
Rajan e Zingales (1995)		Varição percentual do ativo total			Negativa
Proença et al (2014)		Varição das vendas/vendas do período anterior	Positiva	Positiva	Positiva
Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999)		Varição percentual do ativo total	Positiva	Positiva	Positiva
Öhman & Yazdanfar, (2017)	Rentabilidade	Lucro após juros e imposto sobre o ativo total	Negativa	Negativa	
Matias e Serrasqueiro (2017)		RAJI/ativo total	Negativa	Negativa	Negativa
Huang et al (2016)		Proporção de retorno/ativo	Negativa	Negativa	Negativa
Tong e Green (2005)		Lucro/ativo total			Negativa
Mc Namara et al (2017)		Lucro antes de juros e impostos / ativo total	Negativa	Negativa	Negativa
Proença et al (2014)		Lucro líquido/ativo total	Negativa	Negativa	Negativa
Öhman & Yazdanfar, (2017)		Liquidez	Ativos circulante/ativo total	Negativa	Negativa
Proença et al (2014)	Ativo circulante/Passivo circulante		Negativa	Positiva	Negativa
Vo (2017)	Ativo circulante/Passivo circulante		Negativa		
Takele e Beshir (2017)	Ativo circulante/Passivo circulante				Negativa
Öhman & Yazdanfar, (2017)	Tangibilidade	Ativos tangíveis/ativo total	Negativa	Positiva	
Matias e Serrasqueiro (2017)		Ativos tangíveis/ativo total	Negativa	Positiva	Positiva
Brenkraiem e Gurau (2013)		Ativos fixos/ativo total	Negativa	Positiva	Negativa
Rajan e Zingales (1995)		Imobilizado/ativo total			Positiva
Amaya (2015)		Despesas de depreciação/ativo total			Negativa
Öhman & Yazdanfar, (2017)	Benefícios fiscais	Depreciação/ativo total		Negativa	
Michaelas et al (1999)		Depreciação/ativo total		Negativa	
Ahmad e Etudaiye-Muhtar (2017)		Depreciação/ativo total	Positiva	Negativa	Negativa
Serrasqueiro e Nunes (2014)		Depreciação/ativo total			Negativa
Matias e Serrasqueiro (2017)	Dimensão	Log de ativo total	Positiva	Positiva	Positiva

## Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola

Frank e Goyal (2007)		Log de ativo total			Positiva
Titman e Wessels (1988)		Log de vendas líquidas			Positiva
Michaelas et al (1999)		Log de ativo total	Negativa	Positiva	Positiva

Fonte: Adaptação própria

## 5.4 - Fonte de Dados e Variáveis

### 5.4.1 - Fonte de Dados

Os dados utilizados nesta investigação são de natureza secundária e foram obtidos com base nas informações financeiras das PME de Cabinda - Angola. às PME com demonstrações financeiras referentes ao término de cada exercício económico, ou seja, com uma contabilidade organizada para fins do cumprimento das suas obrigações fiscais e que apresentaram as informações completas no período em análise.

A recolha das informações constantes nas demonstrações financeiras foi feita pessoalmente, a partir de algumas listas das empresas que prestam a sua contribuição fiscal, após se ter solicitado autorização, por escrito, à Administração Geral Tributária (AGT) da primeira região que engloba as Províncias de Cabinda e Zaire..

A inexistência de uma base de dados estruturada que servisse de fonte de dados para a realização da investigação neste âmbito, pode ter implicações no número de empresas da amostra e no limite temporal (2011-2016). Contactaram-se por escrito, os proprietários e/ou gestores das empresas e os técnicos de contas no sentido de fornecerem as informações financeiras necessárias para a realização da investigação.

### 5.4.2 - Variáveis - Determinantes da Estrutura de Capital

As variáveis consideradas nesta investigação são classificadas em dois grupos, sendo o primeiro, as variáveis dependentes e o segundo, as variáveis independentes. A definição destas variáveis baseou-se em estudos empíricos realizados e conforme mencionados anteriormente, que consideram entre outras, estas variáveis no estudo sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas.

#### Variáveis dependentes

As variáveis dependentes levadas em consideração neste estudo são: endividamento de curto prazo, endividamento de médio e longo prazo e endividamento total, e as suas respetivas formas de cálculo, como se pode observar na Tabela 8.

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

**Tabela 8 - Cálculo das variáveis dependentes**

<b>Variáveis</b>	<b>Forma de cálculo</b>
Endividamento de curto prazo (EndCP)	$\frac{\text{Capital alheio de curto prazo}}{\text{Total do Ativo}}$
Endividamento de médio e longo prazo (EndMLP)	$\frac{\text{Capital alheio de longo prazo}}{\text{Total do Ativo}}$
Endividamento total (EndT)	$\frac{\text{Capital alheio total}}{\text{Total do Ativo}}$

**Variáveis independentes**

As variáveis independentes consideradas no presente estudo, representam os potenciais determinantes da estrutura de capital das PME. A forma de operacionalização destas variáveis difere de vários estudos.

Nesta investigação, as variáveis utilizadas como determinantes de estrutura de capital são: tangibilidade (TANG), oportunidades de crescimento (OpCr), rentabilidade (RENT), dimensão (DIM), idade (IDADE), liquidez (LIQ), benefícios fiscais extra dívida (BFEx) e localização (LOC). A forma de cálculo das variáveis independentes consta na Tabela 9.

**Tabela 9 - Cálculo das variáveis independentes**

<b>Variáveis</b>	<b>Forma de cálculo</b>
Tangibilidade (TANG)	$\frac{\text{Ativos Fixos}}{\text{Total do Ativo}}$
Oportunidades de Crescimento (OpCr)	$\frac{\text{Ativos intangíveis}}{\text{Total do Ativo}}$
Rentabilidade (RENT)	$\frac{\text{Resultados operacionais}}{\text{Total do Ativo}}$
Dimensão (DIM)	Log vendas
Idade (IDADE)	Log nº de anos de vida da empresa

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Liquidez (LIQ)	$\frac{\text{Ativo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$
Benefícios fiscais extra dívida (BFEx)	$\frac{\text{Amortizações}}{\text{Total do Ativo}}$
Localização (LOC)	<i>Dummy</i> (sendo: 1 = Município sede e 0 = caso contrário ou Municípios de interior)

## 5.5 - Método de Estimação

O método de estimação adotado nesta investigação está relacionado com o tipo de dados recolhidos para a amostra considerada. Ou seja, a amostra é constituída por um conjunto múltiplo de observações de várias empresas como unidade de análise. Esta amostra engloba a combinação de dados de séries temporais e de corte transversal que, em conjunto, constituem um painel de dados.

Considerando que a amostra é constituída por dados em painel, assim sendo, o método de estimação escolhido para analisar as relações entre o nível de endividamento e os determinantes de estrutura de capital das PME no contexto angolano, está relacionado com os modelos de dados em painel.

Os dados em painel apresentam muitas vantagens, em comparação com os dados de corte transversal ou de séries temporais. Segundo Gujarati & Porter, (2011) as vantagens da utilização dos dados em painel têm a ver com a consideração da heterogeneidade que possa existir entre os diferentes elementos que compõem a unidade de análise, possibilidade de obtenção de dados mais informativos, maior variabilidade, menor colinearidade entre as variáveis, maiores graus de liberdade, aumento da eficiência, etc.

Os dados em painel podem ser utilizados recorrendo a dois tipos de modelos. O primeiro tipo refere-se aos modelos estáticos e o segundo tipo integra os modelos dinâmicos.

Os modelos estáticos de dados em painel utilizados com maior frequência são: modelos de dados empilhados (*pooled data*), modelos de efeitos fixos e modelos de efeitos aleatórios. Já os modelos dinâmicos de dados em painel podem ser, GMM (*Generalized Method of Moments*) (1991), GMM *system* (1998) e LSDVC (*Least Squares Dummy Variable Corrected*) (2005).

A aplicação de modelos dinâmicos ou estimadores dinâmicos de dados em painel são mais adequados quando o número de corte transversal é relativamente maior, ou seja, quando o

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

número de observações é considerado elevado, tendo em conta ao número de instrumentos gerados, que pode provocar uma distorção/enviesamento dos parâmetros estimados (Bruno, 2005). No presente estudo não serão aplicados os modelos dinâmicos de dados em painel, por razões relacionadas com o número reduzido de observações disponíveis.

Nesta perspetiva, os modelos ou estimadores estáticos de dados em painel são os que vão ser aplicados nesta investigação, para estimar os efeitos das relações existentes entre os níveis de endividamento das PME e os respetivos fatores determinantes de estrutura de capital, através do método de mínimos quadrados ordinário (MQO) e método de mínimos quadrados generalizados (MQG).

Entende-se como um painel de dados, a combinação de uma unidade de corte transversal (para esta investigação, refere-se às PME), recolhidas ao mesmo instante de tempo e uma série temporal, tratando-se de um conjunto de valores de uma ou mais variáveis em um determinado período de tempo (para o presente estudo, 2011-2016), como um total de 456 observações, como se fez menção na Tabela 3.

### **Modelo *Pooled data***

O modelo *Pooled data*, segundo Gujarati & Porter, (2011) trata-se de um modelo extensivo do método de mínimos quadrados que não leva em consideração a natureza de corte transversal e de série temporal, isto é, considerando apenas o conjunto de observações da amostra para a sua análise, menosprezando o problema de heterogeneidade ou efeito não observado, que possa existir no corte transversal e que pode fazer com que os termos de erro se correlacionem com algumas variáveis explanatórias do modelo.

### **Modelo de Efeitos Fixos**

Para Gujarati & Porter, (2011) nos modelos de efeitos fixos, o intercepto de cada elemento de corte transversal (no caso PME) é fixo ao longo do tempo, ou seja, os coeficientes angulares das variáveis explicativas não variam entre os elementos (PME) nem com o tempo. Para que o termo de intercepto varie entre as empresas, os autores sugerem a utilização da técnica das variáveis *dummies* de intercepto diferencial, para captar as possíveis diferenças não observadas ou heterogeneidade, existente entre as empresas. Porém, quanto maior o número de variáveis *dummies* introduzidas no modelo, menor tenderá a ser os graus de liberdade, o que pode provocar problemas de multicolinearidade e, conseqüentemente a redução da eficiência das estimações do modelo.

### **Modelo de Efeitos Aleatórios**

O modelo de efeitos aleatórios, também chamado modelo de componente dos erros, assume que o termo de erro consiste em duas componentes, uma das quais, está associada ao corte transversal ou específico dos elementos (no caso às PME) e a outra, relacionada com a série

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

temporal e o corte transversal, este último, chamado termo idiossincrático, pelo fato de variar aleatoriamente para todos os elementos e no tempo (Gujarati & Porter, 2011). As duas componentes de erro mencionadas, não se correlacionam, por um lado, e não estão correlacionadas com os elementos de corte transversal e da série temporal, por outro. Nestes modelos, a variação entre os indivíduos é considerada aleatória e não correlacionada com as variáveis explicativas incluídas no modelo.

Para a escolha do modelo de estimação adequado, recorrer-se-á a alguns testes, como é o caso do teste de *Multiplicador de Lagrange (ML)*, no qual se considera a hipótese nula de que os efeitos entre as unidades individuais não observadas são insignificantes no painel (homocedasticidade) e a hipótese alternativa, de que existe uma significância de efeitos individuais não observados no painel (heterocedasticidade).

Ao rejeitar a hipótese nula pode-se concluir que o modelo regressão agrupado estimado por MQO, não é o melhor modelo, caso contrário (não rejeição), conclui-se que o modelo é o mais adequado para realizar as análises requeridas, assim sendo, recorre-se aos modelos de estimação de efeitos fixos ou aleatórios.

O modelo de efeitos fixos considera que o parâmetro constante, ou interceito, como um valor fixo no painel de dados. No modelo de efeitos aleatórios, o termo constante é considerado como valor médio de todos os interceitos individuais e o termo de erro representa o desvio aleatório de cada interceito em relação ao valor médio.

Para a tomada de decisão acerca do modelo adequado, i.e., para a escolha entre o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios, recorrer-se-á aos testes de *Hausman* e/ou de *Breusch e Pagan (BP)*, sendo as hipóteses subjacentes: a hipótese nula do teste de *Hausman* considera que os efeitos individuais da unidade em análise não se correlacionam com as respectivas variáveis explanatórias; como hipótese alternativa, existe uma correlação entre os efeitos individuais da unidade em análise e as variáveis explicativas.

Se a hipótese nula for rejeitada, pode-se concluir que há uma correlação relevante entre os efeitos individuais da unidade em análise e as variáveis explicativas. Assim, o modelo mais adequado para estimar a relação entre os níveis de endividamento e os determinantes de estrutura de capital é o modelo de efeitos fixos e caso contrário (não rejeição), presume-se que há inexistência de uma correlação, dando lugar ao modelo de efeitos aleatórios como o mais adequado para estimar a relação.

Para estimar as relações existentes entre os níveis de endividamento e os determinantes selecionados no presente estudo, aplicaram-se os modelos de regressão linear múltipla, constituídos por três regressões, tendo em conta os três níveis de endividamento que representam as variáveis dependentes do modelo. Assim sendo, as três regressões são as seguintes:

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

$$\begin{aligned} \text{EndCP}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{TANG}_{it} + \beta_2 \text{OpCr}_{it} + \beta_3 \text{RENT}_{it} + \beta_4 \text{DIM}_{it} + \beta_5 \text{IDADE}_{it} + \beta_6 \text{LIQ}_{it} + \\ & + \beta_7 \text{BFEX}_{it} + \beta_8 \text{LOC}_i + u_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{EndMLP}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{TANG}_{it} + \beta_2 \text{OpCr}_{it} + \beta_3 \text{RENT}_{it} + \beta_4 \text{DIM}_{it} + \beta_5 \text{IDADE}_{it} + \beta_6 \text{LIQ}_{it} + \\ & + \beta_7 \text{BFEX}_{it} + \beta_8 \text{LOC}_i + u_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{EndT}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{TANG}_{it} + \beta_2 \text{OpCr}_{it} + \beta_3 \text{RENT}_{it} + \beta_4 \text{DIM}_{it} + \beta_5 \text{IDADE}_{it} + \beta_6 \text{LIQ}_{it} + \\ & + \beta_7 \text{BFEX}_{it} + \beta_8 \text{LOC}_i + u_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

Onde:

$\text{EndCP}_{it}$ : Endividamento de curto prazo da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\text{EndMLP}_{it}$ : Endividamento de médio e longo prazo da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\text{EndT}_{it}$ : Endividamento total da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\beta_0$ : Interceto

$\beta_j$ : Parâmetros estimados,  $j = 1, 2, \dots, k$ ;

$\text{TANG}_{it}$ : Tangibilidade da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\text{OpCr}_{it}$ : Oportunidades de crescimento da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\text{RENT}_{it}$ : Rentabilidade da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\text{DIM}_{it}$ : Dimensão da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\text{IDADE}_{it}$ : Idade da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\text{LIQ}_{it}$ : Liquidez da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\text{BFEX}_{it}$ : Benefícios fiscais extra dívida da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\text{LOC}_i$ : Localização da empresa  $i$  (*dummy*);

$u_{it}$ : O termo do erro da empresa  $i$  no período  $t$ ;

A metodologia adotada neste estudo tem sido aplicada em várias pesquisas em diferentes contextos, para testar o relacionamento entre os fatores determinantes e a estrutura de capital da empresa, como por exemplo., Palacín-Sánchez et al., 2013; Matias & Serrasqueiro, 2017; Li & Islam, 2019.

## Capítulo 6 - Apresentação, Análise e Discussão dos Resultados

O presente capítulo trata de apresentar, analisar e discutir os resultados empíricos obtidos nesta investigação sobre a estrutura de capital das PME angolanas e sobre os principais constrangimentos no acesso ao financiamento bancário na Província de Cabinda, situada mais ao norte de Angola.

De realçar que os dados analisados foram obtidos em unidade monetária angolana, Kwanzas, com o símbolo internacional “AOA”, cuja taxa de câmbio médio oficial em dólar (USD) correspondente em 2016, 1 USD = 165,903 AOA<sup>13</sup>.

Os resultados obtidos e apresentados nas Tabelas seguintes neste estudo, foram gerados com o apoio do *software Stata 14.0*.

Nesta sequência, apresentam-se em primeiro lugar, as estatísticas descritivas, em segundo lugar, as correlações, os resultados estimados e por último, discussão dos resultados.

### 6.1 - Determinantes da Estrutura de Capital

#### 6.1.1 - Estatísticas Descritivas

Na Tabela 10 são apresentadas as estatísticas descritivas da amostra considerada neste estudo, que é constituída por 73 PME, no período de 2011 a 2016, das variáveis dependentes e explanatórias, isto é, as médias e medianas (medidas de tendência central), desvio-padrão e amplitude (dispersão).

Relativamente às variáveis dependentes, constata-se que, em termos médios, o endividamento de curto prazo e de médio e longo prazo das PME angolanas são de aproximadamente 0.21 e 0.07, respetivamente. Com estes valores, pode-se concluir que as PME angolanas dependem muito mais do endividamento de curto prazo do que do endividamento de longo prazo para financiarem as suas necessidades.

---

<sup>13</sup> Informações obtidas a partir do Banco Nacional de Angola

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Tabela 10 - Estatísticas descritivas

Variáveis	Observações	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
EndCP <sub>it</sub>	438	.21318	.29618	0	.99401
EndMLP <sub>it</sub>	438	.07040	.16144	0	.95457
EndT <sub>it</sub>	438	.27544	.32621	0	.99667
TANG <sub>it</sub>	438	.61184	.28128	.00825	.98891
OpCr <sub>it</sub>	438	.01607	.04720	0	.28834
RENT <sub>it</sub>	438	.25462	.29730	-.06783	1.44446
DIM <sub>it</sub>	438	17.78410	1.54972	13.04399	21.15483
IDADE <sub>it</sub>	438	11.00685	5.21022	1	25.00000
LIQ <sub>it</sub>	313	3.02699	3.10336	.05795	9.95038
BFEx <sub>it</sub>	438	.06519	.07837	.00003	.39858

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados analisados no Stata 14.

As três variáveis dependentes (endividamento de curto prazo, endividamento de longo prazo e endividamento total) apresentam um alto grau de volatilidade, já que os seus desvios-padrão estão acima dos respetivos valores médios.

Analisando as variáveis explicativas, observa-se que a maioria das mesmas (oportunidades de crescimento, rentabilidade, liquidez e benefícios fiscais não ligados à dívida) são mais voláteis na medida em que apresentam os desvios-padrão superiores em relação às suas médias, ao passo que as variáveis tangibilidade, dimensão e idade, são as consideradas menos voláteis, pois os seus desvios-padrão são relativamente menores do que as respetivas médias.

Na Tabela 11 é apresentada a análise das frequências da variável localização, separadamente, pois por se tratar de uma variável *dummy*, tomando o valor 1, caso a empresa esteja localizada em uma zona urbana e 0, caso contrário.

Tabela 11 - Análise das Frequências da variável localização

Localização	Frequência	Porcentagem	Perc. Acumulada
0	60	13.7	13.7
1	378	86.3	100.00
<b>Total</b>	<b>438</b>	<b>100.00</b>	

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados tratados no Stata 14

Conforme a Tabela 11, 63 PME da amostra estão localizadas no Município sede de Cabinda, com 378 observações das 438, que representa cerca de 86% e apenas 10 PME estão situadas nos

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Municípios do interior, com 60 observações das 438, fazendo um total de aproximadamente 14%.

### **6.1.2 - Matriz de Correlações**

A Tabela 12 apresenta os resultados referentes às correlações entre as variáveis dependentes e explicativas utilizadas no presente estudo.

Observando a tabela da matriz de correlações, pode-se constatar que existe um grau de correlação muito fraco entre as variáveis explicativas, pois, todos os valores das correlações se situam abaixo de 50%. Assim, o problema de multicolinearidade entre as variáveis independentes pode ser considerado insignificante .

Analisando a correlação entre as variáveis dependentes e as variáveis independentes, verifica-se que algumas correlações se ajustam aos sinais esperados e são estatisticamente significativas, como é o caso das variáveis tangibilidade (TANG), idade (IDADE), rentabilidade (RENT) e benefícios fiscais extra dívida (BFEEx), estatisticamente significativas ao nível de 1%, com o endividamento de curto prazo (EndCP). Idade (IDADE) e oportunidades de crescimento (OpCr), estatisticamente significativas ao nível de 1% com o endividamento de médio e longo prazo (EndMLP). Idade (IDADE), oportunidades de crescimento (OpCr), liquidez (LIQ) e benefícios fiscais extra dívida (BFEEx), estatisticamente significativas ao nível de 1% com o endividamento total (EndT).

Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola

Tabela 12 - Matriz de correlação

	EndCP <sub>it</sub>	EndMLP <sub>it</sub>	EndT <sub>it</sub>	TANG <sub>it</sub>	OpCr <sub>it</sub>	RENT <sub>it</sub>	DIM <sub>it</sub>	IDADE <sub>it</sub>	LIQ <sub>it</sub>	BFEx <sub>it</sub>	LOC <sub>i</sub>
EndCP <sub>it</sub>	1.0000										
EndMLP <sub>it</sub>	0.0101 (0.8329)	1.0000									
EndT <sub>it</sub>	0.8933*** (0.0000)	0.4045*** (0.0000)	1.0000								
TANG <sub>it</sub>	-0.2450*** (0.0000)	-0.0370 (0.4401)	-0.2380*** (0.0000)	1.0000							
OpCr <sub>it</sub>	0.1809*** (0.0001)	-0.0711 (0.1372)	0.1362*** (0.0043)	-0.1019** (0.0330)	1.0000						
RENT <sub>it</sub>	-0.1646*** (0.0005)	0.0754 (0.1152)	-0.0952** (0.0464)	-0.0700 (0.1438)	-0.0752 (0.1159)	1.0000					
DIM <sub>it</sub>	-0.2259*** (0.0000)	0.1326*** (0.0055)	-0.1218** (0.0107)	0.0962** (0.0442)	-0.4135*** (0.0000)	0.3117*** (0.0000)	1.0000				
IDADE <sub>it</sub>	-0.2591*** (0.0000)	0.0122 (0.7994)	-0.2229*** (0.0000)	0.0160 (0.7389)	-0.2207*** (0.0000)	0.1353** (0.0046)	0.4079*** (0.0000)	1.0000			
LIQ <sub>it</sub>	-0.4731*** (0.0000)	-0.0315 (0.3861)	-0.4036*** (0.0000)	-0.2623*** (0.0000)	-0.2417*** (0.0000)	0.2861*** (0.0000)	0.3269*** (0.0000)	0.2103*** (0.0004)	1.0000		
BFEx <sub>it</sub>	0.1898*** (0.0000)	0.2306*** (0.0000)	0.2841*** (0.0000)	0.1967*** (0.0000)	-0.0228 (0.6343)	0.0214 (0.6558)	-0.0434 (0.3648)	-0.1200** (0.0119)	-0.3615*** (0.0000)	1.0000	
LOC <sub>i</sub>	-0.1438*** (0.0026)	0.0360 (0.4520)	-0.1227** (0.0102)	-0.1858*** (0.0001)	0.0334 (0.4854)	0.1325*** (0.0055)	0.2950*** (0.0000)	0.3751*** (0.0000)	0.2345*** (0.0000)	-0.2159*** (0.0000)	1.0000

Nota: \*\*\* indica um nível de significância estatística de 1%, \*\* indica um nível de significância de 5% e \* indica um nível de significância de 10%

## Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola

Para reforçar a conclusão retirada a partir da matriz de correlações sobre a inexistência de problemas de multicolinearidade, realizou-se o teste de fatores de inflação da variância (VIF), onde pode-se verificar que os valores de VIF e da tolerância (1/VIF) para todas as variáveis independentes se situam muito abaixo do valor 10 e próximo de 1, respetivamente, que muitos autores consideram como valor mínimo, no caso de VIF, para se considerar a existência de problemas de multicolinearidade, conforme a Tabela 13.

Tabela 13 - Fatores de Inflação da Variância

Variáveis	VIF	1/VIF
TANG <sub>it</sub>	1.22	0.8166
OpCr <sub>it</sub>	1.43	0.6987
RENT <sub>it</sub>	1.14	0.8793
DIM <sub>it</sub>	1.57	0.6378
IDADE <sub>it</sub>	1.30	0.7697
LIQ <sub>it</sub>	1.41	0.7088
BFE <sub>it</sub>	1.32	0.7556
LOC <sub>i</sub>	1.28	0.7828

### 6.1.3- Modelos de Dados em Painel

Com base na aplicação de uma regressão OLS, e modelos de painel estáticos de efeitos fixos e efeitos aleatórios, nesta seção são apresentados os resultados obtidos, com base nas estimações dos três modelos, sendo o primeiro, relativo ao endividamento de curto prazo (EndCP<sub>it</sub>), o segundo e terceiro, aos endividamentos de médio e longo prazo (EndMLP<sub>it</sub>) e total (EndT<sub>it</sub>), respetivamente..

Os resultados da Tabela 14 referem-se às estimações dos modelos mencionados, considerando como variável dependente, o endividamento de curto prazo (EndCP) das PME.

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

**Tabela 14** - Determinantes do endividamento de curto prazo (EndCP)

Variáveis independentes	(1) <i>Pooled OLS</i>	(2) Efeitos fixos	(3) Efeitos aleatórios
TANG <sub>it</sub>	-0.389*** (-9.57)	-0.455*** (-5.22)	-0.427*** (-7.32)
OpCr <sub>it</sub>	0.120 (0.43)	-0.866 (-1.46)	-0.246 (-0.66)
RENT <sub>it</sub>	-0.0515 (-1.33)	-0.106 (-1.42)	-0.0859 (-1.59)
DIM <sub>it</sub>	-0.0055 (-0.50)	0.0121 (0.59)	0.0013 (0.09)
IDADE <sub>it</sub>	-0.0259 (-1.21)	-0.102** (-3.08)	-0.0732** (-2.74)
LIQ <sub>it</sub>	-0.0693*** (-16.37)	-0.0505*** (-10.45)	-0.0560*** (-13.15)
BFE <sub>it</sub>	0.103 (0.65)	0.452 (1.96)	0.396* (2.16)
LOC <sub>i</sub>	-0.150*** (-3.93)		-0.127 (-1.82)
Constante	1.062*** (5.69)	0.761* (2.11)	0.992*** (3.89)
Observações	313	313	313
R <sup>2</sup>	0.6178	0.5141	0.5938
Wald chi <sup>2</sup>			262.09***
F	(8,304) 61.41***	(7,248) 23.64***	

**Nota:** \*\*\* indica um nível de significância estatística de 1%, \*\* indica um nível de significância estatística de 5% e \* indica um nível de significância estatística de 10%.

Uma primeira análise pode ser feita com base nos valores dos testes F e *Wald*, podendo-se afirmar que os determinantes considerados, no seu conjunto, explicam a variável dependente, ao nível de significância estatística de 1%. Portanto, os valores do coeficiente de determinação (R<sup>2</sup>) dos modelos podem ser considerados como relevantes, isto é, acima de 50%, concluindo-se, desta forma, que as variáveis explicativas têm impacto na variável dependente.

No sentido de identificar o modelo mais adequado a ser utilizado entre o de *Pooled OLS* e o de efeitos aleatórios, realizou-se o teste de *Breusch e Pagan Lagrangian Multiplier (LM)*, apresentado na Tabela 19 (ver apêndice 1).

O teste LM é estatisticamente significativo ao nível de significância estatística de 1%, com as variâncias do efeito individual (u) e do termo de erro (e) de 0,02302 e 0,01630, respetivamente, pelo que, a hipótese nula de que o modelo *Pooled OLS* é o mais adequado, é rejeitada. Conclui-se que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado do que o modelo *Pooled*.

Seguidamente, realizou-se o teste de *Hausman* com o objetivo de se tomar a decisão acerca do modelo mais adequado entre o modelo de efeitos aleatórios e o modelo de efeitos fixos. Os resultados do teste de *Hausman* (Prob>chi<sup>2</sup> = 0.0896), não são estatisticamente significativos

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

ao nível de significância estatística de 5%, não se rejeitando desta forma a hipótese nula de que os efeitos individuais não se correlacionam com as respetivas variáveis explicativas. Assim sendo, pode-se concluir que o modelo mais apropriado para estimar as relações entre o endividamento de curto prazo e os determinantes é o de efeitos aleatórios.

Relativamente à relação entre o endividamento de curto prazo ( $EndCP_{it}$ ) e os seus determinantes, pode verificar-se que as variáveis, tangibilidade (TANG), liquidez (LIQ) e idade (IDADE), estão relacionadas negativamente com o endividamento de curto prazo, confirmando as hipóteses  $H_{1a}$ ,  $H_{6a}$  e  $H_{3a}$ , respetivamente. A variável benefícios fiscais extra dívida (BFEx) tem uma relação positiva com o endividamento de curto prazo, confirmando a hipótese  $H_{7a}$ .

Na Tabela 15, apresentam-se os resultados das estimações dos modelos, tendo como variável dependente o endividamento de médio e longo prazo ( $EndMLP_{it}$ ), em função dos determinantes considerados neste estudo.

**Tabela 15** - Determinantes do endividamento de médio e longo prazo ( $EndMLP$ )

Variáveis independentes	(1) <i>Pooled OLS</i>	(2) Efeitos fixos	(3) Efeitos aleatórios
TANG <sub>it</sub>	-0.0744* (2.20)	0.0228 (0.26)	-0.0357 (-0.79)
OpCr <sub>it</sub>	-0.262 (-1.11)	0.321 (0.53)	-0.149 (-0.51)
RENT <sub>it</sub>	-0.0099 (-0.31)	-0.0793 (-1.05)	-0.0282 (-0.66)
DIM <sub>it</sub>	0.0019 (0.22)	-0.0155 (-0.74)	0.0036 (0.31)
IDADE <sub>it</sub>	-0.0023 (-0.13)	0.0199 (1.59)	0.0152 (0.68)
LIQ <sub>it</sub>	0.0002 (0.08)	0.0089 (1.82)	0.0011 (0.30)
BFEx <sub>it</sub>	0.661*** (4.97)	-0.649** (-2.76)	0.261 (1.66)
LOC <sub>i</sub>	0.0056 (0.18)		-0.0160 (-0.35)
Constante	0.0448 (0.29)	0.324 (0.88)	-0.0010 (-0.01)
Observações	313	313	313
R <sup>2</sup>	0.0908	0.0619	0.0641
Wald chi <sup>2</sup>			4.29
F	(8,304) 3.79***	(7,248) 2.19**	

**Nota:** \*\*\* indica um nível de significância estatística de 1%, \*\* indica um nível de significância estatística de 5% e \* indica um nível de significância estatística de 10%.

Observando os resultados da Tabela 15 pode-se fazer a seguinte análise: relativamente ao teste F, verifica-se que apenas o modelo *pooled* (1) é estatisticamente significativo ao nível de significância de 1%, ao passo que o modelo de efeitos fixos (2) é estatisticamente significativo

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

ao nível de significância de 5% e, finalmente, o modelo de efeitos aleatórios (3), apresenta um teste *Wald* estatisticamente não significativo.

O teste *LM* produziu um valor de 54.14, como se pode observar na Tabela 20 (ver apêndice 1). Este resultado é estatisticamente significativo ao nível de significância estatística de 1%, sendo rejeitada a hipótese nula de que o modelo *Pooled OLS* é o mais adequado, ou seja, aceita-se a hipótese alternativa de que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado.

A decisão entre o modelo de efeitos aleatórios e o modelo de efeitos fixos baseou-se no teste *Hausman* que apresentou um valor de 44.65, que é estatisticamente significativo a 1% de significância. Com isto, a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado, para a análise das relações entre o endividamento de médio e longo prazo e os seus determinantes, é rejeitada, por isso, o modelo de efeitos fixos apresenta-se como sendo o mais adequado.

A hipótese  $H_{7b}$  foi confirmada no modelo respeitante ao endividamento de médio e longo prazo. As restantes variáveis do modelo, apresentam relações contrárias e estatisticamente não significativas, isto é, pode-se dizer que as variáveis, para além dos benefícios fiscais não associadas a dívida, não têm influência no endividamento de médio e longo prazo.

Na Tabela 16 são espelhados os resultados das estimações dos modelos, considerando o endividamento total (EndT) das PME como a variável dependente.

Os três modelos apresentam os testes *F* e *Wald* estatisticamente significativos ao nível de significância estatística de 1%, o que implica que ao se analisar, conjuntamente, as variáveis explicativas, pode-se deduzir que todas elas, em cada um dos modelos, explicam a variação do endividamento total das PME angolanas.

Os testes *LM*, Tabela 21 (ver apêndice 1) e *Hausman* permitiram identificar, entre os três modelos, o mais apropriado para a estimação das relações entre o endividamento total e os determinantes tidos em conta. Neste sentido, o valor obtido pelo teste *LM* é de 125.82, com um *P*-valor de 0.000, isto é, estatisticamente significativo ao nível de significância de 1%, o que nos leva a rejeitar a hipótese nula de que o modelo *pooled OLS* é o mais apropriado em relação ao modelo de efeitos aleatórios. O teste de *Hausman* revelou-nos que o modelo de efeitos fixos é o mais apropriado em comparação com o modelo de efeitos aleatórios, na medida em que o valor da estatística *Chi*<sup>2</sup> é de 19.46 e *P*-valor de 0.0069, é estatisticamente significativo ao nível de significância de 1%, rejeitando assim, a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é o mais apropriado.

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

**Tabela 16** - Determinantes do endividamento total (EndT)

Variáveis independentes	(1) <i>Pooled OLS</i>	(2) Efeitos fixos	(3) Efeitos aleatórios
TANG <sub>it</sub>	-0.466*** (-10.06)	-0.423*** (-3.85)	-0.450*** (-6.61)
OpCr <sub>it</sub>	0.109 (0.34)	-0.777 (-1.04)	-0.186 (-0.43)
RENT <sub>it</sub>	-0.0524 (-1.19)	-0.126 (-1.35)	-0.104 (-1.63)
DIM <sub>it</sub>	0.0023 (0.19)	0.0009 (0.03)	0.0005 (0.03)
IDADE <sub>it</sub>	-0.0243 (-0.99)	-0.115** (-2.74)	-0.0596 (-1.86)
LIQ <sub>it</sub>	-0.0644*** (-13.32)	-0.0367*** (-6.02)	-0.0486*** (-9.31)
BFE <sub>it</sub>	0.808*** (4.45)	-0.0026 (-0.01)	0.536* (2.43)
LOC <sub>i</sub>	-0.177*** (-4.05)		-0.175* (-2.29)
Constante	0.986*** (4.63)	1.021* (2.24)	1.056*** (3.54)
Observações	313	313	313
R <sup>2</sup>	0.5723	0.3953	0.5507
Wald chi <sup>2</sup>			159.51***
F	(8,304) 50.85***	(7,248) 9.67***	

**Nota:** \*\*\* indica um nível de significância de 1%, \*\* indica um nível de significância de 5% e \* indica um nível de significância de 10%.

As relações dos determinantes relevantes no modelo de efeitos fixos, como é o caso da liquidez (LIQ) e idade (IDADE), estão negativamente relacionados com o endividamento total (EndT) e estatisticamente significativos aos níveis de significância de 1% e 5%. Tendo em conta a relação apresentada por cada uma das variáveis com o endividamento total, as hipóteses H<sub>6c</sub> e H<sub>3c</sub>, respetivamente, são confirmadas. A variável tangibilidade é estatisticamente significativa a 1% de significância, mas, não confirma a hipótese H<sub>1c</sub> em termos da relação proposta nesta pesquisa.

### 6.1.4 - Discussão dos Resultados sobre os Determinantes da estrutura de capital

Neste ponto é apresentada a discussão dos resultados, confrontando os resultados obtidos com os resultados dos estudos empíricos anteriores sobre a estrutura de capital das PME aplicados em diferentes contextos.

A Tabela 17 apresenta a síntese dos determinantes dos três modelos mais adequados deste estudo, tendo em conta os testes LM e *Hausman*, para os rácios de endividamento de curto prazo, endividamento de médio e longo prazo e endividamento total das PME em Cabinda - Angola.

Tabela 17 - Síntese dos determinantes do endividamento de curto prazo, médio e longo prazo e total

Variáveis independentes	(EndCP) Efeitos aleatórios	(EndLP) Efeitos fixos	(EndT) Efeitos fixos
TANG <sub>it</sub>	-0.427*** (-7.32)	0.0228 (0.26)	-0.423*** (-3.85)
OpCr <sub>it</sub>	-0.246 (-0.66)	0.321 (0.53)	-0.777 (-1.04)
RENT <sub>it</sub>	-0.0859 (-1.59)	-0.0793 (-1.05)	-0.126 (-1.35)
DIM <sub>it</sub>	0.0013 (0.09)	-0.0155 (-0.74)	0.0009 (0.03)
IDADE <sub>it</sub>	-0.0732** (-2.74)	0.0199 (1.59)	-0.115** (-2.74)
LIQ <sub>it</sub>	-0.0560*** (-13.15)	0.0089 (1.82)	-0.0367*** (-6.02)
BFEX <sub>it</sub>	0.396* (2.16)	-0.0649** (-2.76)	-0.0026 (-0.01)
LOC <sub>i</sub>	-0.127 (-1.82)		
Constante	0.992*** (3.89)	0.324 (0.88)	1.021* (2.24)
Observações	313	313	313
R <sup>2</sup>	0.5938	0.0619	0.3953
Wald chi <sup>2</sup>	262.09***		
F		(7,248) 2.19**	(7,248) 9.67***

Nota: \*\*\* indica um nível de significância estatística de 1%, \*\* indica um nível de significância estatística de 5% e \* indica um nível de significância estatística de 10%.

A partir da Tabela 17, pode-se verificar que, o determinante, tangibilidade (TANG) tem uma relação negativa e estatisticamente significativa a 1% de significância com o endividamento de curto prazo (EndCP) e endividamento total (EndT) e uma relação positiva e estatisticamente não significativa com o endividamento de longo prazo (EndMLP).

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

As relações obtidas neste estudo também foram identificadas em vários estudos empíricos anteriores, por exemplo, Vo (2017) que em contexto do Vietnã, encontrou uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a tangibilidade e o endividamento de curto prazo e uma relação positiva e estatisticamente significativa com o endividamento de longo prazo. Sbeiti (2010) encontrou evidências empíricas de uma relação negativa entre a tangibilidade e o endividamento em três países.

Benkraiem & Gurau (2013) no seu estudo sobre as PME francesas, encontraram evidências de que a tangibilidade se relaciona negativamente com o endividamento de curto prazo e endividamento total e, positivamente relacionado com o endividamento de longo prazo.

Relativamente à variável oportunidades de crescimento (OpCr), os resultados gerados neste estudo, indicam que a relação entre as oportunidades de crescimento e o endividamento de curto prazo (EndCP) e total (EndT) é negativa, em contra partida, uma relação positiva com o endividamento de médio e longo prazo (EndMLP), porém, os resultados não têm uma significância estatística, o que nos leva a não afirmar de existência de uma relação entre as oportunidades de crescimentos e os diferentes níveis de endividamento. Com esta variável, se pretendia entender, entre as diferentes fontes de financiamento da estrutura de capital das empresas, qual delas as PME têm preferido para financiar as suas oportunidades de crescimento, entre o recurso às fontes externas ou internas da empresa.

Campehouth & Caneghem (2013), no contexto das PME belgas, a partir de um painel de 1998-2007 obtiveram uma relação negativa e estatisticamente significativa com o endividamento de curto prazo.

O estudo de Vo (2017) realizado em economias emergentes, mais concretamente em Vietnã, evidenciou uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a rentabilidade e a dívida de curto prazo.

Vários outros estudos (Benkraiem & Gurau, 2013; Proença et al. 2014; Sardo & Serrasqueiro, 2017; Mc Namara et al. 2017) encontraram evidências de uma relação negativa e estatisticamente significativa da rentabilidade com a dívida de curto prazo, dívida de longo prazo e dívida total.

No contexto espanhol, Palacín-Sánchez et al. (2013) encontraram evidências de uma relação positiva/negativa e estatisticamente significativa entre a dimensão e o endividamento de curto prazo, endividamento de médio e longo prazo e endividamento total, respetivamente, em algumas regiões do país. Ao analisar a amostra completa, a relação obtida é positiva e estatisticamente significativa entre a dimensão e o endividamento de médio e longo prazo e uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a dimensão e o endividamento de curto prazo.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Matias & Serrasqueiro (2017) investigaram os determinantes de estrutura de capital nas diferentes regiões de Portugal e encontraram evidências de uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a dimensão e a dívida total e todas as regiões, igualmente uma relação positiva e estatisticamente significativa com a dívida de curto prazo e de longo prazo em algumas regiões de Portugal. Campenhout & Caneghem (2013) obtiveram resultados que evidenciam uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a dimensão e a dívida de longo prazo para as PME belgas.

No contexto das empresas indianas, Handoo & Sharma (2014) confirmaram uma relação negativa nos seus resultados, entre a dimensão e o endividamento de curto prazo, de longo prazo e no endividamento total, sendo esta relação, estatisticamente significativa com o endividamento de curto prazo e o endividamento total.

Num estudo comparativo de empresas de Sri Lanka e da Índia no período 2003/2004 à 2012/2013, Buvanendra et al. (2017) encontraram uma relação oposta entre os dois Países, em que para as empresas da Sri Lanka, a relação entre a dimensão e o rácio de endividamento é positiva, já no caso das empresas indianas, verificou-se uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 5% de significância para ambos Países, isto é, com base os modelos de efeitos fixos.

No que diz respeito à variável idade (IDADE), os resultados apurados neste estudo sugerem uma relação negativa da idade da empresa com o nível de endividamento de curto prazo e o nível de endividamento total e estatisticamente significativo e uma relação positiva com o endividamento de médio e longo prazo, porém, estatisticamente não significativa.

No contexto das diferentes regiões de Portugal, os resultados obtidos revelam uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a idade e as dívidas de curto prazo e total em todas as regiões e, uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a idade e a dívida de longo prazo em apenas duas regiões das 7 regiões estudadas (Matias & Serrasqueiro, 2017).

No contexto das PME espanholas, Palacín-Sánchez et al. (2013) encontraram evidências de uma relação negativa entre a idade de empresa e a dívida de curto prazo, em 16 regiões das 17, sendo, estatisticamente significativa em todas as regiões, uma relação positiva e estatisticamente significativa com a dívida de longo prazo em 4 regiões e finalmente, uma relação negativa e estatisticamente significativa com a dívida total em todas as regiões. Os resultados obtidos por Mc Namara et al. (2017) com base uma amostra de PME europeias, realçam uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a idade das PME e os diferentes níveis de dívida (curto prazo, longo prazo e total). Segundo Bhaird & Lucey (2014), com base um painel de dados de 13 países obtiveram uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a idade das PME e o endividamento de curto prazo e de longo prazo.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Quanto à variável liquidez (LIQ) os resultados encontrados neste estudo, revelam uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a liquidez e o nível de endividamento de curto prazo e o nível de endividamento total ao nível 1% de significância, ao passo que com o nível de endividamento de médio e longo prazo, a relação é positiva e estatisticamente não significativa. A relação apurada, permite-nos validar as hipóteses propostas ( $H_{6a}$  e  $H_{6c}$ ), tal como se esperava. Assim sendo, as PME angolanas recorrem com menor frequência aos fundos externo de curto prazo e total, quanto maior for o grau de liquidez da empresa, tal como sugere a teoria da *pecking order*.

Vo (2017) investigou sobre a estrutura de capital das PME em mercados emergentes, concretamente, no contexto do Vietnam, tendo obtido como resultados a existência de uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a liquidez e o endividamento de curto prazo.

No contexto das PME portuguesas, Proença et al. (2014) obtiveram resultados cuja relação é negativa e estatisticamente significativa ao nível de 10% de significância entre a liquidez e o endividamento de curto prazo e o endividamento total e uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 10% de significância entre a liquidez e o endividamento de longo prazo.

Em consonância com os resultados deste estudo, Öhman & Yazdanfar (2017) no contexto das PME suecas, encontraram evidências de uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a liquidez e o endividamento de curto prazo e o endividamento de longo prazo ao nível de significância de 1%.

No tocante à variável benefícios fiscais extra dívida (BFEx), os resultados deste estudo evidenciam que a relação entre os benefícios fiscais extra dívida e o endividamento de curto prazo como sendo positiva e negativamente relacionada com o endividamento de médio e longo prazo e o endividamento total. Porém, a significância estatística da relação foi verificada simplesmente com o nível de endividamento de curto prazo, ao nível de 10% de significância e ao nível de 5% de significância com o endividamento de médio e longo prazo e, conseqüentemente, corresponde com a relação esperada, já a relação com o endividamento total é contrária a esperada. Estas evidências indicam que as PME estudadas aumentam o seu nível de endividamento de curto prazo à medida que os benefícios fiscais extra dívida, tendem a aumentar, o que já não acontece com o nível de endividamento de médio e longo prazo.

Sardo & Serrasqueiro (2017) analisaram de forma separada, o impacto dos benefícios fiscais extra dívida sobre nível de endividamento de curto prazo e de longo prazo das pequenas empresas e médias empresas portuguesas. As evidências obtidas revelam uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1% de significância entre os benefícios fiscais extra dívida e a dívida de curto prazo, para o grupo das pequenas empresas e uma relação positiva e

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

significativa a 1% de significância entre benefícios fiscais extra dívida e a dívida de curto prazo e a dívida de longo prazo, respetivamente, para o grupo das médias empresas.

Burgstaller & Wagner (2015) concluíram a existência de uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 5% de significância, isto é, nas empresas não familiares numa economia baseada no sistema bancário.

Alguns estudos (Jiraporn & Gleason, 2007; Proença et al. 2014) evidenciaram que a relação entre os benefícios fiscais extra dívida e o endividamento total é positiva e estatisticamente significativa, mas a relação é negativa e estatisticamente significativa com o endividamento de curto e longo prazos.

No que se refere a variável localização (LOC), os resultados obtidos no presente estudo, mostram uma relação negativa e estatisticamente não significativa entre a variável localização e o endividamento de curto prazo. Com esta variável, pretendeu-se identificar se o fato de uma PME estar localizada no Município sede de Cabinda, pudesse servir de um elemento facilitador para acesso ao financiamento externo. Tendo em conta aos resultados gerados, pode-se concluir que a variável localização não tem influência no acesso ao financiamento externo das PME em Cabinda - Angola, embora, em alguns estudos afirmam o contrário, (Zhao & Jones-Evans, 2016).

Hendrawan (2012b) ao investigar as PME na zona livre de comércio de Batam, encontraram uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 5% de significância entre a localização e o nível de endividamento.

No entanto, presume-se que as PME usam com mais frequência a dívida de curto prazo, tendo em conta que o modelo cujo a variável dependente, o endividamento de curto prazo, apresenta um maior número de variáveis que podem influenciar significativamente o nível de endividamento, sendo que as relações evidenciadas no estudo estão em concordância com as esperadas.

Os resultados acima analisados, foram obtidos considerando todas as variáveis, incluindo a variável liquidez (LIQ) que apresenta um número de observações reduzido (313). Ao se eliminar esta variável no modelo de estimação, os resultados obtidos nos três níveis de endividamento são semelhantes (ver apêndice 4).

## **6.2 - Resultados - Constrangimentos no Acesso ao Financiamento**

Neste ponto apresentam-se os resultados obtidos com base na análise de conteúdo das entrevistas realizadas aos proprietários/gestores das PME selecionadas e localizadas na

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Província de Cabinda-Angola. A caracterização dos proprietários/gestores das 15 PME que constituem a amostra de investigação é apresentada na Tabela 18.

**Tabela 18** - Características dos proprietários/gestores entrevistados

<b>Características</b>	<b>Frequência</b>	<b>Percentagem</b>
<b>Idade</b>		
30-40 anos	2	13,3
40-50 anos	5	33,3
50-60 anos	7	46,7
> 60 anos	1	6,7
<b>Género</b>		
Masculino	14	93,3
Feminino	1	6,7
<b>Nível académico</b>		
Médio	2	13,3
Bacharelato	5	33,3
Licenciatura	6	40,0
Mestrado	2	13,3
<b>Função</b>		
Proprietário	1	6,7
Proprietário/Gestor	9	60,0
Gerente	5	33,3

De acordo a Tabela 18, pode-se constatar que mais de 90% dos proprietários/gestores entrevistados são do sexo masculino e em 60% das PME são proprietários/gestores.

Após a análise dos dados, foram identificadas três dimensões ou unidades de análise, cada uma agrupada em três categorias. A primeira dimensão (variáveis específicas da empresa), composta pelas seguintes categorias: análise financeira, garantias e idade da empresa; a segunda dimensão (variáveis institucionais), agrega as categorias relacionadas as taxas de juro, concentração bancária e setor de atividade da empresa e, a terceira dimensão (variáveis contextuais), é constituídas pelas seguintes categorias: corrupção, relação banco-empresa e histórico/confiança da empresa, como pode ser observado na Tabela 22 (ver apêndice 1).

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

### **Análise financeira**

Erdogan(2018) afirma que as PME apresentam uma contabilidade pouco adequada à realidade ou pouco confiável . Consequentemente, as PME são consideradas empresas com um alto risco perante os credores. A falta de credibilidade das suas informações financeiras, torna mais complicado aos credores, e em particular aos bancos concederem empréstimos a esta classe de empresas. As intervenções dos entrevistados são as seguintes:

*Os bancos querem sempre saber como a empresa está em termos financeiros, mesmo com as demonstrações do exercício anterior positivas, não se convencem desses resultados, pensando que são falsos (...). (Representante I3)*

*Nós apresentamos o que nos solicitem (...), uma das coisas é a nossa situação financeira (...) e nós não sabemos porque não acreditam nessas informações, mas é o que temos. (Representante C2)*

Os intervenientes destacaram que apesar de existir um número reduzido de contabilistas sénior inscritos na ordem dos contabilistas, tem se recorrido aos recém-formados na área para a realização dos registos e, posteriormente, verificados por um contabilista sénior.

### **Garantias/Ativos**

Os ativos que as empresas detêm podem-se refletir na possibilidade de acesso ao financiamento bancário. Um número considerável de estudos sobre o financiamento das empresas (Abor et al., 2014; Bernini & Montagnoli, 2017; Erdogan, 2018; Quartey et al., 2017; Rahman et al., 2017) realça que os bancos são bastante exigentes no processo de concessão de crédito. Para estes autores, a exigência de garantias por parte dos bancos , deve-se ao elevado risco atribuído às PME. A questão sobre as garantias para o acesso ao financiamento bancário foi unânime entre os entrevistados.

*Uma das primeiras questões que o banco faz é o que a empresa tem como garantia diante do empréstimo que pretende (...) logo para quem está a começar, quase que nada tem. (Representante C4)*

*(...) as garantias não faltam quando solicitamos um empréstimo, mas os bancos querem mais. O que muita das vezes nós apresentamos como garantias, o banco considera que é insuficiente (...). (Representante I1)*

*(...) as garantias existem, como por exemplo, terrenos, casas, mas o banco avalia o preço dos bens declarados como garantia e o valor necessário de crédito. Eles normalmente dizem que a única forma para a concessão do crédito passa pela redução do valor e do prazo de vencimento (...). (Representante E2)*

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

De acordo Rahman et al., (2017) para o acesso ao financiamento bancário, as garantias apresentadas pelas PME aos bancos são avaliadas, como uma forma de prevenção ao risco de inadimplemento das PME. A quantidade de garantias que podem ser prestadas aos bancos parece estar diretamente relacionada com o tamanho da empresa, ou seja, as grandes empresas, provavelmente estão em melhores condições de prestar as garantias necessárias do que as PME (Quartey et al., 2017; Erdogan, 2018).

### **Idade da empresa**

Vários estudos (Bhaired & Lucey, 2010; Rocca, et al., 2010) apontam que as PME mais jovens carecem de experiência e de reputação e, conseqüentemente, têm maior probabilidade de omitir as informações em relação as PME mais antigas. Este facto, pode também contribuir para a impossibilidade ou a dificuldade no acesso ao financiamento. Um dos intervenientes disse o seguinte:

*Olha, uma empresa é como uma pessoa. Quando a pessoa é ainda uma criança, claro que necessita de ajuda dos mais velho. Uma empresa nova dificilmente pode obter um crédito e, assim como pode crescer? É com isso que vai ganhando a experiência (...)*  
(Representante E4)

### **Taxas de Juro**

Vários estudos, sobre o financiamento externo das empresas, consideram que as altas taxas de juro praticadas pelos credores são um dos principais obstáculos no acesso ao financiamento e particularmente para as PME, o que gera uma certa desmotivação no recurso a empréstimos bancários (Zhao & Jones-Evans, 2016; Rahman et al., 2017; Erdogan, 2018). No entanto, os entrevistados declararam que as taxas de juro praticadas não são atrativas para o recurso ao crédito bancário.

*Na minha opinião pessoal, as taxas de juro cobradas pelos bancos são muito altas (...)*  
*é difícil desenvolvermos. (Representante S2)*

*A situação é complicada nós que queremos expandir o negócio (...) com essas taxas altas, claro que isso se vai repercutir também no preço dos produtos (...).*  
(Representante I3)

*A crise que estamos a viver e a escassez de divisas nos bancos fez com que as taxas de juro sofressem um aumento (...) os penalizados, neste caso, somos os empresários ou as empresas (...).* (Representante C2)

*Não tem como não dizer que as taxas são altas (...) se queremos que a nossa economia cresça, essas taxas deveriam ser reduzidas, assim a economia pode ser diversificada como o governo pretende. (Representante E2)*

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

As elevadas taxas de juro cobradas no processo de financiamento bancário às empresas e em particular às PME, são vistos como um grande constrangimento no acesso ao crédito bancário, desencorajando significativamente o recurso a esse tipo de financiamento (bancário) e/ou aumentando a probabilidade do não reembolso da dívida, recorrendo a outras fontes alternativas não formais, como por exemplo a familiares e amigos (Beck, Demirgüç-Kunt, & Pería, 2011; Rahman et al., 2017; Erdogan, 2018).

### **Concentração bancária**

As assimetrias regionais que podem verificar-se no âmbito das infraestruturas ou no próprio desenvolvimento do sistema bancário, afetam de certa forma o mercado de crédito. Quanto mais concentrado for o mercado de crédito bancário e menos competitivo, menor é a probabilidade de obtenção de empréstimos por parte das PME (Abor et al. 2014). Neste âmbito, os entrevistados realçaram o seguinte:

*Mesmo com bons rendimentos que a empresa teve nos anos anteriores (...) a nível de Cabinda, não foi possível obter um crédito. Tivemos que ir para Luanda (capital), (...) aí é onde conseguimos o crédito. (Representante C3)*

*Temos poucas alternativas, visto que o próprio sistema bancário e/ou mercado de crédito não ajuda (...) há poucos bancos mesmo com poucas empresas. (Representante S1)*

### **Setor de atividade da empresa**

O setor de atividade em que as PME estão enquadradas pode viabilizar o acesso ou não ao financiamento (Erdogan, 2018). Para o autor, as empresas do setor de manufatura, em geral, são mais credíveis e, por conseguinte, têm maior facilidade de obtenção de um empréstimo. Assim disse um dos intervenientes:

*Eu acho que os bancos querem emprestar dinheiro às empresas que eles sabem que têm quase sempre boas receitas diárias ou mensais, por exemplo, as empresas que produzem e/ou vendem bens alimentares (...). (Representante I1)*

### **Corrupção**

Alguns estudos afirmam que a corrupção tem um efeito negativo no crescimento económico de qualquer país (Blackburn & Sarmah, 2008; Galli et al. 2017). A existência dos subornos no sistema bancário é visto como uma das barreiras para as PME no acesso ao financiamento bancário (Galli et al., 2017). Nessa linha sobre a corrupção e/ou suborno, os entrevistados referem:

*(...) existem aqui alguns bancos, na pessoa do gestor bancário e/ou gestor de crédito do banco, pedirem uma certa comissão em caso de a empresa beneficiar de um crédito.*

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

*Portanto, se aceitar o pagamento da comissão “suborno” o crédito pode ser facilitado.  
(Representante S3)*

*(...) uma mão lava a outra. Se assim não for, dificilmente terás o empréstimo (...) é o tipo de país que vivemos (...) meu irmão, se não largar a “gasosa”, ficas com as mãos atadas. (Representante E1)*

Atkins et al. (2015) realçam que a corrupção no processo de financiamento das empresas reduz a eficiência do sistema bancário na distribuição do capital escasso e, portanto, pode ser visto como um problema de agência, através do qual o agente de crédito procura obter benefícios pessoais, tornando desta forma, como um obstáculo para as oportunidades de crescimento das empresas.

### **Relação banco-empresa**

Para alguns autores (Berger & Udell, 1995; Cole, 1998; Matias, 2009) uma relação considerada eficiente e durável entre o banco e a empresa pode trazer vantagens competitivas, no acesso ao crédito e na redução da taxa de juro em comparação com a outra empresa, cuja relação é diminuta e de pouca duração. Quanto a esse indicador os entrevistados expressaram o seguinte:

*Não podemos negar que não temos relações com os bancos, aliás, nós somos clientes deles (...), mas, quando se fala de solicitação de crédito, na minha opinião, não vejo uma facilitação (...). (Representante E3)*

*Há uma coisa que se tem verificado muitas das vezes (...), para além de ser um cliente do banco de longa data, se não tiver uma relação de amizade com o regente ou um funcionário do banco próximo do regente, o seu processo é quase esquecido (...). (Representante C1)*

*Já tivemos alguns empréstimos (...), mas, não beneficiamos de alguma redução da taxa de juro. A única coisa que beneficiamos é o aumento do prazo de vencimento. (Representante I2)*

O relacionamento banco-empresa reduz o grau de assimetria de informação e com isto, é possível que os termos dos contratos de empréstimo sejam mais favoráveis nas transações financeiras (López-Espinosa, et al., 2017). Loukil & Jarboui (2016) realçam que, embora a acessibilidade à informação por parte do banco, a solvabilidade da empresa e a capacidade de influenciar o gestor do banco sejam fatores relevantes no acesso ao financiamento bancário, a duração do relacionamento e a exclusividade, não têm grande influência na obtenção do crédito bancário. De acordo com Uchida, et al., (2012) no caso concreto das PME, o acesso ao empréstimo bancário está fortemente ligado à relação entre o gestor do banco e proprietário/gestor da PME, e não da relação banco-empresa.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

### **Histórico/Confiança**

Se a empresa tiver um histórico aceitável ao longo do tempo, em diferentes aspetos, como por exemplo, no cumprimento atempado das suas obrigações, nomeadamente relativamente aos empréstimos anteriores, pagamento de impostos, relação com os fornecedores, pode ser uma via para facilitar o acesso ao financiamento (Erdogan, 2018). As opiniões dos intervenientes são as seguintes:

*É mais fácil voltar a receber um empréstimo num banco onde já havias recebido anteriormente, mas desde que o banco saiba que é um cliente que cumpriu os prazos no passado, porque a partir daí, o banco tem maior confiança neste cliente (...). (Representante E1)*

*(...) quando a empresa não tem um empréstimo neste momento obtido de qualquer outro banco, ou se tiver mesmo um empréstimo e que não existe nenhum problema no reembolso do valor (...) e não haver problemas com os fornecedores, podes ainda sonhar receber um novo empréstimo. (Representante C4)*

Estes constrangimentos, entre outros, dificultam o acesso ao financiamento bancário pelas PME da Província de Cabinda e, conseqüentemente, inibem o seu crescimento, como afirma o Representante I4 “a subida permanente dos preços da matéria-prima sem a revisão do preço do produto acabado” ainda realça que “o fornecimento de energia elétrica de forma deficiente, recorrendo a fontes alternativas (geradores)”, afetam ao crescimento das empresas.

Após a análise e descrição do texto em cada uma das categorias, pode-se dizer que os principais constrangimentos no acesso ao financiamento bancário das PME em Cabinda - Angola foram identificados: problemas associados à falta de fiabilidade dos elementos contabilísticos, as garantias elevadas, a performance da empresa, as altas taxas de juro praticadas pelos bancos, o número reduzido de bancos na região, o tipo de atividade desenvolvida, a corrupção, a longevidade da relação e o histórico da empresa, embora, possam existir outros fatores menos relevantes, o que tem contribuído para o fraco crescimento das mesmas.

## Capítulo 7 - Conclusões, Limitações do estudo e Sugestões de investigação futura

### 7.1 - Conclusões

Nos últimos anos, os estudos sobre os determinantes de estrutura de capital das PME têm merecido uma atenção crescente, pela importância destas empresas para o crescimento e desenvolvimento económico de qualquer região/país. Este grupo de empresas representa mais de 90% do tecido empresarial nas diferentes economias de todo mundo.

Neste contexto, o principal objetivo deste estudo visou analisar os potenciais fatores determinantes da estrutura de capital e o nível de endividamento das PME em Cabinda - Angola e, os principais constrangimentos enfrentados no acesso ao financiamento bancário. Assim, para o alcance deste objetivo recorreu-se à investigação quantitativa e qualitativa, sendo que a primeira (quantitativa) permitiu-nos identificar os fatores determinantes da estrutura de capital e a segunda (qualitativa) ajudou-nos ter uma perceção dos principais constrangimentos no acesso ao financiamento bancário.

O estudo empírico assumiu duas etapas: investigação quantitativa cujo desenvolvimento se baseou nos dados obtidos para uma amostra de 73 PME pertencentes a diferentes setores de atividade económica, sediadas na Província de Cabinda-Angola e para o período entre 2011 e 2016; investigação qualitativa, cujo desenvolvimento levou à constituição de uma amostra formada por 15 PME retiradas da amostra referida na etapa anterior. Realizaram-se entrevistas aos empresários/gestores destas empresas, para compreensão dos principais constrangimentos, no acesso ao financiamento bancário enfrentados pelas PME em Cabinda-Angola. Na parte da investigação qualitativa, recorreu-se à análise de conteúdo para tratamento da informação obtida com base nas entrevistas realizadas.

A análise das estatísticas descritivas evidencia que as PME apresentam um nível de endividamento total médio de 27%. O financiamento destas empresas é feito fundamentalmente pelo recurso ao endividamento de curto prazo, que representa em média, cerca de 21% e o endividamento de médio e longo prazo, em média, apenas 7% do financiamento total.

Os resultados empíricos obtidos no presente estudo revelam que alguns fatores analisados podem ter impacto nas decisões de estrutura de capital das PME na Província de Cabinda - Angola.

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

As evidências empíricas encontradas permitem concluir que as variáveis que podem ser consideradas como determinantes, com significância estatística, do endividamento de curto prazo são: a tangibilidade de ativos, a idade, a liquidez e os benefícios fiscais para além da dívida. No que diz respeito ao endividamento de médio e longo prazo, as evidências empíricas obtidas indicam que a variável os benefícios fiscais extra dívida corresponde ao único determinante estatisticamente significativo é. Finalmente, as evidências empíricas mostram que as variáveis que se relacionam, com significância estatística, com o endividamento total são: a tangibilidade de ativos, a idade e a liquidez, ambos relacionados negativamente.

Os resultados obtidos neste estudo mostram que existe uma relação negativa entre o endividamento de curto prazo e as variáveis, tangibilidade de ativos, idade e liquidez e, uma relação positiva com a variável benefícios fiscais extra dívida.

A relação negativa da variável tangibilidade de ativos com o endividamento de curto prazo, permite concluir que, provavelmente, as PME com um número significativo de ativos tangíveis, tendem a fontes de retorno suficientes para gerar lucros retidos, que podem fazer com que a empresa prefira financiar-se com fundos internos. Além disso, o endividamento de curto prazo é acessível pelas PME sem a exigência, por parte dos credores, de colaterais, o que pode explicar esta relação negativa.

A idade ao relacionar-se negativamente com o endividamento de curto prazo e o endividamento total, permite concluir que à medida que a empresa se torna mais velha é possível que a empresa acumule lucros para se autofinanciar, reduzindo desta forma o recurso ao endividamento. Esta relação negativa está de acordo com os princípios da teoria da *Pecking Order*.

A relação negativa entre a liquidez e o endividamento de curto prazo e o endividamento total, pode ser explicada, igualmente, pela teoria da *pecking order*. Nesta condição, as PME estudadas preferem, inicialmente, financiar os seus investimentos com os recursos retidos pela empresa até que estes se esgotem, para posteriormente recorrerem ao endividamento externo. Contrariamente, os benefícios fiscais extra dívida cuja relação é positiva com o endividamento de curto prazo, indica que as investem mais em ativos tangíveis que podem ter níveis de depreciação elevados.

As evidências obtidas indicam uma relação negativa entre os benefícios fiscais para além da dívida e o nível de endividamento de médio e longo prazo, isto implica que para as PME em estudo, quanto as poupanças fiscais extra dívida têm um efeito negativo no nível de endividamento. Esta relação corrobora os princípios da teoria do *trade-off*.

Tendo em conta as evidências empíricas obtidas no presente estudo, pode-se concluir que as PME na Província de Cabinda - Angola, têm como fonte primária de financiamento, os fundos

## **Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

internos, seguindo-se o recurso a emissão da dívida, isto é, seguem fundamentalmente os preceitos da teoria da *pecking order*.

Um outro objetivo deste estudo foi identificar os principais constrangimentos no acesso ao financiamento bancário das PME na Província de Cabinda - Angola, sob a perspetiva dos proprietários/gestores.

Os resultados obtidos através da análise de conteúdo das entrevistas realizadas, permitem concluir que os constrangimentos enfrentados pelas PME em Cabinda estão, principalmente, associados com o relacionamento de proximidade entre a empresa e o gestor do banco, as altas taxas de juro praticadas nos empréstimos bancários, a solicitação de garantias elevadas, a corrupção e concentração bancária, a idade da empresa, a informação financeira pouco credível, o setor da atividade da empresa e o histórico da empresa. Assim, as PME têm enfrentado vários constrangimentos no acesso ao financiamento bancário.

Os resultados deste estudo permitem evidenciar a importância das teorias financeiras, nomeadamente das teorias *trade-off* e *pecking order*, na explicação das decisões de estrutura de capital das PME sedeadas na Província de Cabinda - Angola.

### **7.2 - Limitações do Estudo**

Na realização deste estudo, identificaram-se várias limitações, das quais passamos a citar as mais relevantes:

A inexistência de bases de dados já elaboradas com as informações financeiras das PME em Angola condicionou o estudo a PME localizadas na província de Cabinda. Além disso, obteve-se um número restrito de PME que compõe a amostra de investigação

A indisponibilidade das PME para fornecerem as informações financeiras aos pesquisadores, por se tratar de informações sigilosas por parte de algumas delas, constitui também uma limitação.

### **7.3 - Sugestões para investigação futura**

Para investigação futura e tendo em conta o reduzido número de PME, sugerimos o alargamento da amostra de investigação, assim como o estudo dos determinantes de estrutura de capital em diferentes setores de atividade económica. Para investigação futura, sugerimos, ainda, a inclusão das seguintes variáveis:

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- a) A inclusão de outras variáveis, como variáveis macroeconómicas, e variáveis relacionadas com as características do proprietário/gestor da empresa;
- b) A consideração de vários países da região da Comunidade de Desenvolvimento da África Austral (em inglês, *Southern Africa Development Community*, SADC), de África Subsaariana e de África em geral para a realização de estudos comparativos;
- c) A aplicação de modelos mais complexos, como por exemplo, *Generalized Method of Moments* (GMM), e os modelos de equações estruturais;
- d) Análise dos determinantes de estrutura de capital das empresas de grande dimensão em Angola, já que podem apresentar um maior e melhor conjunto de informação para o efeito;
- e) A identificação dos constrangimentos para a concessão de empréstimos bancários, na perspetiva dos bancos.

## **Referências Bibliográficas**

- Abor, J. (2008). *Determinants of the Capital Structure of Ghanaian Firms*. AERC Research Paper 176 African Economic Research Consortium, Nairobi <https://doi.org/10.2307/1935900>
- Abor, J., & Biekpe, N. (2009). How do we explain the capital structure of SMEs in sub-Saharan Africa? *Journal of Economic Studies*, 36(1), 83-97. <https://doi.org/10.1108/01443580910923812>
- Abor, J. Y., Agbloyor, E. K., & Kuipo, R. (2014). Bank finance and export activities of Small and Medium Enterprises. *Review of Development Finance*, 4(2), 97-103. <https://doi.org/10.1016/j.rdf.2014.05.004>
- Adair, P., & Adaskou, M. (2015). Trade-off-theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs (2002-2010). *Cogent Economics & Finance*, 3(1), 1-12. <https://doi.org/10.1080/23322039.2015.1006477>
- Afonso, N. (2014). *Investigação Naturalista em Educação. Um guia prático e crítico* (Fundação M). Fundação Manuel Leão, V. N. Gaia, Portugal.
- Ahmad, R., & Etudaiye-Muhtar, O. F. (2017). Dynamic Model of Optimal Capital Structure: Evidence from Nigerian Listed Firms. *Global Business Review*, 18(3), 590-604. <https://doi.org/10.1177/0972150917692068>
- Al-Najjar, B. (2015). The Effect of Governance Mechanisms on Small and Medium-Sized Enterprise Cash Holdings: Evidence from the United Kingdom. *Journal of Small Business Management*, 53(2), 303-320. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12062>
- Al-Najjar, B., & Al-Najjar, D. (2017). The impact of external financing on firm value and a corporate governance index: SME evidence. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24. <https://doi.org/10.1108/JSBED-11-2016-0172>
- Allen, F., Chakrabarti, R., De, S., Qian, J. Q. J., & Qian, M. (2012). Financing firms in India. *Journal of Financial Intermediation*, 21(3), 409-445. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2012.01.003>
- Allen, F., Otchere, I., & Senbet, L. W. (2011). African financial systems: A review. *Review of Development Finance*, 1(2), 79-113. <https://doi.org/10.1016/j.rdf.2011.03.003>
- Amado, J. (2014). *Manual de Investigação Qualitativa em Educação*. Imprensa da Universidade de Coimbra., Portugal:.
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A. K., & Kaserer, C. (2013). Capital structure

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- decisions in family firms: Empirical evidence from a bank-based economy. *Review of Managerial Science*, 7(3), 247-275. <https://doi.org/10.1007/s11846-011-0077-2>
- Anarfo, E. B. (2015). Capital Structure and Bank Performance - Evidence from Subsahara Africa. *European Journal of Accounting Auditing and Fianace Research*, 3(3), 1-20.
- Andrade, V. P. (2002). As Experiências e Perspectivas das Pequenas e Médias Empresas em Angola. 10 Dezembro, Luanda. Disponível em: [http://library.fes.de/pdf-files/bueros/angola/hosting/upd12\\_02andrade.pdf](http://library.fes.de/pdf-files/bueros/angola/hosting/upd12_02andrade.pdf). Acedido em 17 de fevereiro de 2019
- Angola, Ministério das Finanças (2018). Decreto Legislativo Presidencial nº3/18 em Diário da República nº 65, I Série, Seção II, artigo 130º, de 9 de maio.
- Angola, Ministérios da Economia e das Finanças (2014). Decreto executivo conjunto nº 157/14 - Lei nº 30/11 de 13 de setembro, Lei das Micro, Pequenas e Médias Empresas, em Diário da República nº 105, I Série, de 4 de junho.
- Ang, J. S. (1992). On the theory of finance for privately held firms. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(3), 185-203.
- Anuar, H., & Chin, O. (2016). The Development of Debt to Equity Ratio in Capital Structure Model: A Case of Micro Franchising. *Procedia Economics and Finance*, 35, 274-280. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)00034-4](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)00034-4)
- Athavale, M., & Edmister, R. O. (1999). Borrowing relationships, monitoring, and the influence on loan rates. *Journal of Financial Research*, 22(3), 341-352. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1999.tb00732.x>
- Atkins, B., Dou, Y., & Ng, J. (2015). Corruption in Bank Lending: The Role of Timely Loan Loss Provisioning. *Research Collection School Of Accountancy*, 1-56. [https://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?article=2429&context=soa\\_research](https://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?article=2429&context=soa_research)
- Bădulescu, D. (2010). SMEs Financing the Extent of Need and the Responses of Different Credit Structures. *Theoretical and Applied Economics*, XVII, 7(548), 25-36.
- Baker, Malcolm, & Wurgler, J. (2000). The Equity Share In New Issues And Aggregate Stock Returns. *The Journal of Finance*, LV(5), 2219-2257. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00285>
- Baker, Malcomlm, & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- Balushi, Y. Al, Locke, S., & Boulanouar, Z. (2018). Islamic financial decision-making among SMEs in the Sultanate of Oman: An adaption of the theory of planned behaviour. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 20, 30-38. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2018.06.001>

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- Banco Nacional de Angola (2016). Relatório de Estabilidade Financeira. Disponível em <https://www.bna.ao/uploads/%7B769f348f-caf3-4ef8-aaa0-0dfda7403cef%7D.pdf>. Acedido em 14-10-2018.
- Bardin, Laurence (2009). *Análise de Conteúdo*. Lisboa, Portugal: Edições 70.
- Bardin, Laurence (2016). *Análise de Conteúdo*. Lisboa, Portugal: Edições 70.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Peria, M. S. M. (2011). Bank Financing for SMEs: Evidence Across Countries and Bank Ownership Types. *Journal of Financial Services Research*, 39(1-2), 35-54. <https://doi.org/10.1007/s10693-010-0085-4>
- Beck, T. H. L., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2006). Financial and legal constraints to firm growth: Does firm size matter? *Journal of Finance*, 60(1), 137-177.
- Benkraiem, R., & Gurau, C. (2013). How do corporate characteristics affect capital structure decisions of French SMEs? *International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research*, 19(2), 149-164. <https://doi.org/10.1108/13552551311310356>
- Berg, G., & Fuchs, M. (2013). Bank Financing of SMEs in Five Sub-Saharan African Countries: The Role of Competition, Innovation, and the Government. *Policy Research Working Paper 6563/The World Bank*.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1995). Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance. *The Journal of Business*, 68(3), 351-382. <https://doi.org/10.1086/296668>
- Bernini, M., & Montagnoli, A. (2017). Competition and financial constraints: A two-sided story. *Journal of International Money and Finance*, 70, 88-109. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2016.07.003>
- Bhaird, C. & Lucey, B., (2010). Determinants of capital structure in Irish SMEs. *Small Business Economics* 35, 357-375. <https://link.springer.com/article/10.1007/s11187-008-9162-6>
- Bhaird, C. & Lucey, B., (2014). Culture's influences: An investigation of inter-country differences in capital structure. *Borsa Istanbul Review*, 14, (2014) 1-9. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2013.10.004>
- Biekpe, N. (2004). Financing Small Businesses in Sub-Saharan Africa. *Journal of African Business*, 5(1), 29-44. <https://doi.org/10.1300/J156v05n01>
- Blackburn, K., & Sarmah, R. (2008). Corruption, development and demography. *Economics of Governance*, 9(4), 341-362. <https://doi.org/10.1007/s10101-007-0045-0>
- Blazy, R., Martel, J., & Nigam, N. (2014). The choice between informal and formal restructuring: The case of French banks facing distressed SMEs. *Journal of Banking & Finance*, 44, 248-263. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.015>

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-kunt, A. & Maksimovic V. (2001). Capital Structures in Developing Countries. *The Journal of Finance*, 1, 87-130. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320>
- Borch, O. J., & Arthur, M. B. (1995). Strategic Networks Among Small Firms: Implications for Strategy Research Methodology. *Journal of Management Studies*, 32(4), 419-441. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1995.tb00783.x>
- Bosse, D. A., & Phillips, R. A. (2016). Agency Theory and Bounded Self-Interest. *Academy of Management Review*, 41(2), 276-297. <https://doi.org/10.5465/amr.2013.0420>
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F., (2007). *Principios de Finanças Empresariais*. 8ª Ed, Mc Graw Hil, Madrid
- Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistela, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 43, 9-19. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000100002>
- Bruno, G. S. F. (2005). Approximating the bias of the LSDV estimator for dynamic unbalanced panel data models. *Economics Letters*, 87(3), 361-366. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2005.01.005>
- Burgstaller, J., & Wagner, E. (2015). How do family ownership and founder management affect capital structure decisions and adjustment of SMEs? *The Journal of Risk Finance*, 16(1), 73-101. <https://doi.org/org/10.1108/JRF-06-2014-0091>
- Buvanendra, S., Sridharan, P., & Thiyagarajan, S. (2017). Firm characteristics, corporate governance and capital structure adjustments: A comparative study of listed firms in Sri Lanka and India. *IIMB Management Review*, 29(4), 245-258. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2017.10.002>
- Campenhout, G. Van, & Caneghem, T. Van. (2013). How did the notional interest deduction affect Belgian SMEs ' capital structure? *Small Bus Econ*, 40(2), 351-373. <https://doi.org/10.1007/s11187-011-9364-1>
- Casey, E., & O'Toole, C. M. (2014). Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 27, 173-193. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.05.001>
- Cassar, G., & Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting and Finance*, 43(2), 123-147. <https://doi.org/10.1111/1467-629X.t01-1-00085>
- Chakraborty, I. (2018). Effects of Ownership Structure on Capital Structure of Indian Listed Firms: Role of Business Groups Vis-A-Vis Stand-Alone Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1434071>

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- Chang, C., Lee, A. C., & Lee, C. F. (2009). Determinants of capital structure choice: A structural equation modeling approach. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 197-213. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2008.03.004>
- Chavis, L. W., Klapper, L. F., & Love, I. (2010). Access to Bank Financing and New Investment: Evidence from Europe. Prepared for *The Economics of Small Businesses. An International Perspective*. Edited by Giorgio Calcagnini and Ilario Favaretto. Springer Publishing.
- Chechet, I. L., Garba, S. L., & Odudu, A. S. (2013). Determinants of Capital Structure in the Nigerian Chemical and Paints Sector. *International Journal of Humanities and Social Science*, 3(15), 247-263.
- Chen, D., Ding, S., & Wu, Z. (2014). Effect of foreign ownership on cost of borrowing: Evidence from small and medium-sized enterprises in China. *International Small Business Journal*, 32(6), 693-715. <https://doi.org/10.1177/0266242613481991>
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Litz, R. A. (2004). Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 28(4), 335-354.
- Coelho, M. (1993). Conflitos entre accionistas e gestores. *Revista de Contabilidade e Comércio*, L(199), 399-418.
- Cole, R. a. (1998). The importance of relationships to the availability of credit. *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), 959-977. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00007-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00007-7)
- Copeland, T. ., Weston, F. ., & Shasttri, K. (2004). *Financial Theory and Corporate Policy*. 4<sup>a</sup> Ed. USA: Pearson Addison Wesley
- Cornelissen, J. P. (2016). Preserving Theoretical Divergence in Management Research: Why the Explanatory Potential of Qualitative Research Should Be Harnessed Rather than Suppressed. *Journal of Management Studies*, 1-16. <https://doi.org/10.1111/joms.12210>
- Correa, C. A., Basso, L. F. C., & Nakamura, W. T. (2013). A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de Pecking Order e trade-off, usando panel data. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 14(4), 106-133. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000400005>
- Couto, G., & Ferreira, S. (2010). Os determinantes da estrutura de capital de empresas do PSI 20. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9(1-2), 26-38. <https://www.redalyc.org/pdf/3885/388539122004.pdf>
- Dasilas, A., & Papasyriopoulos, N. (2015). Corporate governance , credit ratings and the capital structure of Greek SME and large listed firms. *Small Business Economics*. 45, 215--244. <https://doi.org/10.1007/s11187-015-9648-y>

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- Daskalakis, Nikos, Psillaki, M. (2017). The Determinants of Capital Structure of the SMEs: Evidence from the Greek and the French firms. *Small Business Economics*, 1-19.
- De Chiara, A., & Livio, L. (2017). The threat of corruption and the optimal supervisory task. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 133, 172-186. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2016.11.006>
- De Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1954-1969. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.034>
- De Jong, A., Verbeek, M., & Verwijmeren, P. (2010). The Impact of Financing Surpluses and Large Financing Deficits on Tests of the Pecking Order Theory. *Financial Management*, 39(2), 733-756. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01090.x>
- Deloitte (2010). Observatório para a Inclusão Financeira: Micro, Pequenas e Médias Empresas. Disponível em [https://www2.deloitte.com/ao/pt.html?icid=bottom\\_globalprofileoffices](https://www2.deloitte.com/ao/pt.html?icid=bottom_globalprofileoffices) Acedido em 05-06-2018
- De Wet, L. H., & Gossel, S. J. (2016). South African Capital Structure Decisions: A Survey of Listed Companies. *Journal of African Business*, 17(2), 167-187. <https://doi.org/10.1080/15228916.2016.1132509>
- Degryse, H., Goeij, P. De, & Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. *Small Bus Econ*, 38, 431-447. <https://doi.org/10.1007/s11187-010-9281-8>
- Denis, D. J., & Sarin, A. (2001). Is the Market Surprised by Poor Earnings Realizations Following Seasoned Equity Offerings? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(2), 169-193.
- Diamond, D. W. (1991). Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt. *Journal of Political Economy*, 99(4), 689-721. <https://doi.org/10.1086/261775>
- Durand, D. (1952). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. *National Bureau of Economic Research*, 215-262. <http://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>
- Dwyer, B., & Kotey, B. (2015). Financing SME Growth : The Role of the National Stock Exchange of Australia and Business Advisors. *Australian Accounting Review*, 25(73), 114-123. <https://doi.org/10.1111/auar.12074>
- Erdogan, A. I. (2018). Factors affecting SME access to bank financing: an interview study with Turkish bankers. *Small Enterprise Research*, 25(1), 23-35. <https://doi.org/10.1080/13215906.2018.1428911>

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- Ezirim, C. B., Ezirim, U. I., & Momodu, A. A. (2017). Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Nigeria. *International Journal of Business, Accounting, and Finance*, 11(1), 68-89. <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n12p193>
- Fama, E.F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Fama, Eugene F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Fama, Eugene F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fanta, A. B. (2016). Complementarity between Relationship Lending and Collateral in SME Access to Bank Credit: Evidence from Ethiopia. *Journal of African Business*, 17(3), 308-318. <https://doi.org/10.1080/15228916.2016.1177785>
- Filho, A., & Chimbulo, A. E. da S. (2014). Política Econômica De Angola De 1975 a 2012: a Trajetória Da Mudança De Modelos. *RDE - Revista de Desenvolvimento Econômico*, 16(29). Retrieved from <http://www.revistas.unifacs.br/index.php/rde/article/view/3037>
- Fortin, M.-F. (2006). *Fundamentos e etapas de processo de investigação*. Editor: Lusodidacta, ISBN: 9789898075185. Lisboa.
- Fowowe, B. (2017). Access to finance and firm performance: Evidence from African countries. *Review of Development Finance*, 7(1), 6-17. <https://doi.org/10.1016/j.rdf.2017.01.006>
- Frank, M., & Goyal, V. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0)
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2014). The Profits-Leverage Puzzle Revisited. *Review of Finance*, 19(4), 1415-1453. <https://doi.org/10.1093/rof/rfu032>
- Frankel, R., & Lee, C. M. C. (1998). Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 25(3), 283-319. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00026-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00026-3)
- Fraser, S., & Wright, M. (2015). What do we know about entrepreneurial finance and its relationship with growth? *International Small Business Journal*, 33(1), 70-88. <https://doi.org/10.1177/0266242614547827>
- Galli, E., Mascia, D. V, & Rossi, S. P. S. (2017). Does Corruption Affect Access To Bank Credit for Micro and Small Businesses. *Asian Development Bank Institute*, (756), 1-19.
- García, María L. S. & Garcia, M. J. (2012). Evolución y aportes de la teoría financiera y un panorama de su investigación en México : 2003-2007, 45-61.

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- García-teruel, P. J., Martínez-solano, P., & Sánchez-ballesta, J. P. (2014). The role of accruals quality in the access to bank debt. *Journal of Banking and Finance*, 38, 186-193. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.10.003>
- Gelb, A., Ramachandran, V., Shah, M. K., & Turner, G. (2007). What Matters to African Firms? The Relevance of Perceptions Data. *Policy Research Working Paper . World Bank*, (4446). [https://doi.org/10.1142/9789814329941\\_0010](https://doi.org/10.1142/9789814329941_0010)
- Gioia, D. A., Corley, K. G., & Hamilton, A. L. (2012). Seeking Qualitative Rigor in Inductive Research: Notes on the Gioia Methodology. *Organizational Research Methods*, 16(1), 15-31. <https://doi.org/10.1177/1094428112452151>
- Gómez-Bezares, F. (2005). Una nota crítica sobre la actual investigación en finanzas. *Cuadernos de Economía y Dirección de La Empresa*, (24), 105-120. Retrieved from [http://www.acede.org/fotos/pdf/art228\\_24\\_05.pdf](http://www.acede.org/fotos/pdf/art228_24_05.pdf)
- González, V. M., & González, F. (2012). Firm size and capital structure: Evidence using dynamic panel data. *Applied Economics*, 44(36), 4745-4754. <https://doi.org/10.1080/00036846.2011.595690>
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica*. Tradução: Denise Durante, Mônica Rosemberg e Maria L. G. L. Rosa. Revisão Técnica: Claudio D. Shikida, Ari F. A. Júnior e Márcio A. Savato. 5ª edição, AMGH Editora. Porto Alegre, Brasil.
- Güner, A. (2016). The Determinants of Capital Structure Decisions: New Evidence from Turkish Companies. *Procedia Economics and Finance*, 38(October 2015), 84-89. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)30180-0](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)30180-0)
- Hall, G. C., Hutchinson, P. J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the Capital Structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(July).
- Handoo, A., & Sharma, K. (2014). A study on determinants of capital structure in India. *IIMB Management Review*, 26(3), 170-182. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2014.07.009>
- Haro-de-rosario, A., Caba-Pérez, M. del C., & Cazorla-papis, L. (2015). The impact of venture capital on investee companies: evidence from Spain. *Rev Manag Sci*. <https://doi.org/10.1007/s11846-015-0169-5>
- Hendrawan, B. (2012a). The Small Medium- Free Trade Zone that Able to Acquire Debt. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 4(Icsmmed), 76-85. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(12\)00323-1](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(12)00323-1)

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- Hendrawan, B. (2012b). The Small Medium-Sized Enterprise's Characteristic in Batam Free Trade Zone that Able to Acquire Debt. *Procedia Economics and Finance*, 4(Icsmed), 76-85. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(12\)00323-1](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(12)00323-1)
- Holmes, S., & Gupta, D. (2015). Opening Aladdin's Cave: Unpacking the Factors Impacting on Small Businesses. *Reserve Bank of Australia*, (8165), 37-56. Retrieved from <http://www.rba.gov.au/publications/conf/2015/holmes-gupta.html>
- Hong, S., College, Y., & Korea, S. (2017). The effect of debt choice on firm value. *Journal of Applied Business Research*, 33(1), 135-140. <https://doi.org/10.19030/jabr.v33i1.9874>
- Hsieh, H. F., & Shannon, S. E. (2005). Three approaches to qualitative content analysis. *Qualitative Health Research*, 15(9), 1277-1288. <https://doi.org/10.1177/1049732305276687>
- Huang, W., Boateng, A., & Newman, A. (2016). Capital structure of Chinese listed SMEs: an agency theory perspective. *Small Business Economics*, 47(2), 535-550. <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9729-6>
- Hulburt, H. M., & Scherr, F. C. (2003). Determinants of the collateralization of credit by small firms. *Managerial and Decision Economics*, 24(6-7), 483-501. <https://doi.org/10.1002/mde.1071>
- INE (2014). Censo populacional. Disponível em <https://censo.ine.gov.ao/xportal/xmain?xpid=censo2014>. Acedido em 24-11-2018
- INE (2017). Tecido empresarial angolano. Disponível em <https://www.ine.gov.ao/indicadores-estatisticos/empresas>. Acedido em 30-11-2018
- Iwaki, H. (2014). The effect of debt market imperfection on capital structure and investment : Evidence from the global financial crisis of 2008 in Japan.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The 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)
- Jiraporn, P., & Gleason, K. C. (2007). Capital structure, shareholder rights, and corporate governance, XXX(1), 21-33.
- Jõeveer, K. (2013). Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from transition economies. *Journal of Comparative Economics*, 41(1), 294-308. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2012.05.001>

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- Kaya, O. (2014). SME financing in the euro area - New solutions to an old problem. *Deutsche Bank Research*, 1-20.
- Khémiri, W., & Noubbigh, H. (2018). Determinants of capital structure: Evidence from sub-Saharan African firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.04.010>
- Kim, E. H. (1978). A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(1), 45-64. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1978.tb03388.x>
- Krippendorff, K. (2004). *Content analysis: an introduction to its methodology*. 2nd ed. Thousand Oaks: Sage Publications.
- Kulkarni, P., & Chirputkar, A. V. (2014). Impact of SME Listing on Capital Structure Decisions. *Procedia Economics and Finance*, 11(14), 431-444. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00210-X](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00210-X)
- Kumar, S., & Rao, P. (2015). A conceptual framework for identifying financing preferences of SMEs. *Small Enterprise Research*, 22:1, 99-112. <https://doi.org/10.1080/13215906.2015.1036504>
- La Porta, R., Lopez-de-silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *The Journal of Political Economy*. 106(6), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- Lee, N., Sameen, H., & Cowling, M. (2015). Access to finance for innovative SMEs since the financial crisis. *Research Policy*, 44(2), 370-380. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2014.09.008>
- Li, H., & Stathis, P. (2017). Determinants of Capital Structure in Australia: An Analysis of Important Factors. *Managerial Finance*. 43(8), 881-897. <https://doi.org/10.1108/RSR-10-2016-0070>
- Li, L., & Islam, S. Z. (2019). Firm and industry specific determinants of capital structure: Evidence from the Australian market. *International Review of Economics and Finance*, 59(October 2018), 425-437. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.10.007>
- Liang, L. W., Huang, B. Y., Liao, C. F., & Gao, Y. T. (2017). The impact of SMEs' lending and credit guarantee on bank efficiency in South Korea. *Review of Development Finance*, 7(2), 134-141. <https://doi.org/10.1016/j.rdf.2017.04.003>
- Liedholm, C. (2001). Small Firm Dynamics: Evidence from Africa and Latin America. *The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank*. <https://doi.org/10.1023/a:1015147826035>
- Lim, T. C. (2012). Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- Listed Firms in China. *International Journal of Economics and Finance*, 4(3), 191-203. <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n3p191>
- López-Espinosa, G., Mayordomo, S., & Moreno, A. (2017). When does relationship lending start to pay? *Journal of Financial Intermediation*, 31, 16-29. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2016.11.001>
- López-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 117-136. <https://doi.org/10.1007/s11187-007-9088-4>
- López-Gracia, S. J. (2007). Financial Structure of the Family Business : Evidence From a Group of Small Spanish Firms Financial Structure of the Family Business : Evidence From a Group of Small. *Family Business Review*, XX(4), 269-287. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00094.x>
- Loukil, S., & Jarboui, A. (2016). Empirical determinants of relationship lending. *Cogent Economics & Finance*, 4, 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2003.11.004>
- Mac An Bhaird, C., & Lucey, B. (2014). Culture's influences: An investigation of inter-country differences in capital structure. *Borsa Istanbul Review*, 14(1), 1-9. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2013.10.004>
- Mahlophe, M. I., & Muzindutsi, P.-F. (2017). Testing for Market Anomalies in Different Sectors of The Johannesburg. *International Journal of Economics and Finance studies*, 9(1), 219-234.
- Marconi, M. de A., & Lakatos, E. M. (2011). *Metodologia Científica*. 6ª Ed., São Paulo: Atlas
- Maroney, N., Wang, W., & Kabir Hassan, M. (2019). Incorporating active adjustment into a financing based model of capital structure. *Journal of International Money and Finance*, 90, 204-221. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2018.09.011>
- Maruli Tua Sitorus, P., Priyarsono, D., Manurung, A. H., & Maulana, T. N. (2014). Analysis of Capital Structure in Corporate Telecommunications Operators in Indonesia. *International Journal of Economics and Management Engineering*, 4(3), 64-69.
- Mateev, M., Poutziouris, P., & Ivanov, K. (2013). On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis. *Research in International Business and Finance*, 27(1), 28-51. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2012.05.002>
- Matias, F., Baptista, C., & Salsa, L. (2015). Estrutura do capital das PME da indústria transformadora portuguesa: uma análise com dados em painel. *Tourism & Management Studies*, 11(2), 120-129. <https://doi.org/10.18089/tms.2015.11215>
- Matias, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Are there reliable determinant factors of capital structure

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- decisions? Empirical study of SMEs in different regions of Portugal. *Research in International Business and Finance*, 40, 19-33.  
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.09.014>
- Matias, M. N. (2009). O relacionamento bancário e o financiamento das PME. Uma revisão da literatura. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 8(1) 21-31. ISSN 1645-4464
- Matias, M. N., Serrasqueiro, Z., & Costa, C. A. (2009). Padrões de relacionamento bancário no financiamento às MPE : Uma análise cluster. *Center of Research in International Business & Strategy. Working Paper Nº 28*.
- Mc Namara, A., Murro, P., & O'Donohoe, S. (2017). Countries lending infrastructure and capital structure determination: The case of European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 43, 122-138. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.12.008>
- Mejía Amaya, A. F. (2015). La estructura de capital en las medianas empresas del departamento de Boyacá, Colombia, 34(59), 185-206.
- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in U . K . SMEs : Empirical Evidence from Company Panel Data, (1992), 113-130.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.  
<https://doi.org/10.2307/1809167>
- Mota, A. Gomes, Barroso, C. Dâmaso, Nunes, J. Pedro, Oliveira, L., & Ferreira, M. Almeida e Inácio, P. L. (2015). *Finanças da Empresa: Teoria e Prática* (5ª edição).
- Mota, J. H. F., & Moreira, A. C. (2017). Determinants of the capital structure of Portuguese firms with investments in Angola. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 20(1), 1-11.
- Muazeib, A. Ibrahim, Chairiri, A., & Ghozali, I. (2015). Does Corporate Governance Drive Capital Structure of Johannesburg Listed Companies? *International Journal of Business, Economics and Law*, 6(1), 23-34.
- Mulaga, A. N. (2013). Analysis of External Financing Use: A Study of Small and Medium Enterprises in Malawi. *International Journal of Business and Management*, 8(7), 55-64.  
<https://doi.org/10.5539/ijbm.v8n7p55>
- Munisi, G. H. (2017). Determinants of capital structure: evidence from Sub-Saharan Africa. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 9(2), 182-199.  
<https://doi.org/10.1504/IJMFA.2017.084780>

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- Mwangi, L. W., Makau, S. M., & Kosimbei, G. (2014). Relationship between Capital Structure and Performance of Non- Financial Companies Listed In the Nairobi Securities Exchange, Kenya. *Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics (GJCRA)*, 1(2), 72-90. <https://doi.org/10.11648/j.jfa.20130103.11>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), Spring 2001 81-102. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.15.2.81>
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting, American Finance Association, San Francisco, CA, December 28-30, 1983. 575-592. <https://doi.org/10.1093/rfs/8.4.1185>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information the Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(1396), 3-57.
- Nunkoo, P. K., & Boateng, A. (2010). The empirical determinants of target capital structure and adjustment to long-run target: Evidence from Canadian firms. *Applied Economics Letters*, 17(10), 983-990. <https://doi.org/10.1080/17446540802599671>
- Nyanamba, S. O., Nyangweso, G. N., & Omari, S. M. (2013). Factors that Determine the Capital Structure among Micro-Enterprises: A Case Study of Micro-Enterprises in Kisii Town, Kenya. *American International Journal of Contemporary Research*, 3(7), 139-147.
- Öhman, P., & Yazdanfar, D. (2017). Short- and long-term debt determinants in Swedish SMEs. *Review of Accounting and Finance*, 16(1), 106-124.
- Öztekin, Ö. (2015). Capital Structure Decisions around the World: Which Factors Are Reliably Important? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(03), 301-323. <https://doi.org/10.1017/S0022109014000660>
- Pacheco, L., & Tavares, F. (2015). Capital structure determinants of Portuguese footwear sector SMEs: Empirical evidence using a panel data. *Tékhné*, 13(2), 145-157. <https://doi.org/10.1016/J.TEKHNE.2016.04.002>
- Palacín-Sánchez, M. J., Ramírez-Herrera, L. M., & di Pietro, F. (2013). Capital structure of SMEs in Spanish regions. *Small Business Economics*, 41, 503-519. <https://doi.org/10.1007/s11187-012-9439-7>
- Peñaloza, V., & Figueiredo, F. de C. (2011). Fatores Que Influenciam a Decisão De. *Revista Pretexto*, 12(1), 9-28. Retrieved from <https://periodicos.ufsc.br/index.php/gual/article/viewFile/1983->

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

4535.2015v8n3p184/30478

- Pordata (2018). Volume de Negócios das Pequenas e e Médias Empresas. Disponível em <https://www.pordata.pt/Portugal/Volume+de+neg%3%cios+das+pequenas+e+m%3%a9dias+empresas+total+e+por+dimens%3%a3o-2932>. Acedido em 15-02-2019
- Proença, P., Laureano, R. M. S., & Laureano, L. M. S. (2014). Determinants of Capital Structure and the 2008 Financial Crisis: Evidence from Portuguese SMEs. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 150, 182-191. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.09.027>
- Quartey, P., Turkson, E., Abor, J. Y., & Iddrisu, A. M. (2017). Financing the growth of SMEs in Africa: What are the constraints to SME financing within ECOWAS? *Review of Development Finance*, 7(1), 18-28. <https://doi.org/10.1016/j.rdf.2017.03.001>
- Rahman, A., Rahman, M. T., & Belas, J. (2017). Determinants of SME Finance : Evidence from Three Central European Countries, 17(3), 263-285. <https://doi.org/10.1515/revecp-2017-0014>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Ramcharran, H. (2017). Financing Small and Medium-Sized Enterprises in Thailand: The Importance of Bank Loans and Financing Diversification. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 19(2). Retrieved from <http://digitalcommons.pepperdine.edu/jef/vol19/iss2/2>
- Robichek, A. A., & Myers, S. C. (1966). Problems in the Theory of Optimal Capital Structure. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1(2), 1. <https://doi.org/10.2307/2329989>
- Rocca, M. La, Rocca, T. La, & Alfio Cariola. (2010). The influence of local institutional differences on the capital structure of SMEs : Evidence from Italy. *International Small Business Journal*, 28(3):234-257. <https://doi.org/10.1177/0266242609360614>
- Rocha, F. D. (2014). *Determinantes da Estrutura de Capital e o Nível de Endividamento nas Empresas de Capital Aberto: Um Estudo Comparativo entre Argentina, Brasil e Estados Unidos*. Universidade Federal de Minas Gerais.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Rungani, Ellen & Fatoki, O. (2010). Determinants of capital structure of Small and Medium Enterprises in the Buffalo City Municipality, Eastern Cape Province, South Africa. *Africa*

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- Journal of Business Management*, 4(18), 3968-3977.
- Rupeika-Apoga, R. (2014). Financing in SMEs: Case of the Baltic States. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 150, 116-125. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.09.013>
- Russo, P. F., & Rossi, P. (2001). Credit Constraints in Italian Industrial Districts. *Applied Economics*, 33(11), 1469-1477.
- Sampieri, R. H., Colledo, C. F., & Lucio, P. B. (2000). *Metodología de la Investigación*. Sexta Edición, McGRAW-HILL / INTERAMERICANA EDITORES, S.A. DE C.V. Impreso en México.
- Santos, A., Ribeiro, N., Silva, W., & Melo, A. (2016). Determinantes Da Estrutura De Capital De Pequenas Empresas Da Região Metropolitana De Belo Horizonte. *Revista Universo Contábil*, 55(31), 80-95. <https://doi.org/10.4270/ruc.2016215>
- Sardo, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Does dynamic trade-off theory explain Portuguese SME capital structure decisions? *Journal of Small Business and Enterprise Development*. Vol. 24(3), 485-502. <https://doi.org/10.1108/JSBED-12-2016-0193>
- Sbeiti, W. (2010). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the GCC Countries. *International Research Journal of Finance and Economics*, 47(47), 54-79.
- Schmid, T. (2013). Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms. *Journal of Banking and Finance*, 37(2), 257-272. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.08.026>
- Scott, J. (1979). Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure: Comment. *The Journal of Finance*, 32(1), 247-251. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1979.tb02085.x>
- Serrasqueiro, Z. S., Armada, M. R., & Nunes, P. M. (2011). Pecking Order Theory versus Trade-Off Theory: Are service SMEs' capital structure decisions different? *Service Business*, 5(4), 381-409. <https://doi.org/10.1007/s11628-011-0119-5>
- Serrasqueiro, Z, & Nunes, P. M. (2010). Are trade-off and pecking order theories mutually exclusive in explaining capital structure decisions? *African Journal of Business Management*, 4(11), 2216-2230.
- Serrasqueiro, Zélia, & Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445-466. <https://doi.org/10.3846/16111699.2012.744344>
- Serrasqueiro, Zélia, & Nunes, P. M. (2012). Is Age a Determinant of SMEs' Financing Decisions? Empirical Evidence Using Panel Data Models. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 36(4), 1-28. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00433.x>

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- Serrasqueiro, Zélia, Nunes, P. M., & da Rocha Armada, M. (2016). Capital structure decisions: old issues, new insights from high-tech small- and medium-sized enterprises. *The European Journal of Finance*, 22(1), 59-79. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2014.946068>
- Serrasqueiro, Zélia, Nunes, P. M., & da Silva, J. V. (2011). Are Capital Structure Decisions of Family-Owned SMEs Different? Empirical Evidence From Portugal. *CEFAGE-UE Working Paper 2011/11*, CEFAGE-UE, Research Center, Évora University., 1-38. <https://doi.org/10.5172/jmo.2012.18.3.363>
- Serrasqueiro, Zélia, Nunes, P. M., & da Silva, J. V. (2016). The Influence of Age and Size on Family-Owned Firms' Financing Decisions: Empirical Evidence Using Panel Data. *Long Range Planning*, 49(6), 723-745. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2015.12.012>
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244. <https://doi.org/10.1108/18347640710837335>
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Sumedrea, S. (2015). How the Companies did Structure their Capital to Surpass Crises? *Procedia Economics and Finance*, 27(15), 22-28. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00967-3](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00967-3)
- Sun, J., Ding, L., Guo, J. M. & Li, Y. (2016). Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK. *British Accounting Review*, 48(4), 448-463. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2015.04.001>
- Tabuenca, A. Garcia, Merino, F. & Rubio, D. (2002). Financiación de la pequeña y mediana empresa en España. Evolución reciente de los principales instrumentos públicos de apoyo. *Boletín ICE económico*
- Takele, Y. & Beshir, D. (2017). Studies on Economic Development and Growth in Selected African Countries. <https://doi.org/10.1007/978-981-10-4451-9>
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Titman, S. & Twite, G. (2012). An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(01), 23-56. <https://doi.org/10.1017/S0022109011000597>
- Uchida, H., Udell, G. F., & Yamori, N. (2012). Loan officers and relationship lending to SMEs. *Journal of Financial Intermediation*, 21(1), 97-122. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2011.06.002>

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- Universidade Católica de Angola (2016). Relatório Económico de Angola. Disponível em <https://www.doccity.com/pt/relatorio-economico-de-angola-2016/4927519/>. Acedido em 28-09-2018
- Vargas, Z., Milena, S., Corredor, A., & Adolfo, G. (2013). Teoría del Pecking Order versus teoría del Trade off para la empresa Coservicios S . A . E . S . P . of the Trade Off for the company. *Apuntes Del CENES*, 32(56), 205-236.
- Vatavu, S. (2012). Trade-Off Versus Pecking Order Theory In Listed Companies Around The World. *Annals of the University of Petroşani, Economics*, 12(2), 285-292. Retrieved from <http://www.upet.ro/annals/economics/pdf/2012/part2/Vatavu.pdf>
- Vergas, N., Cerqueira, A., & Brandão, E. (2015). The Determinants of the Capital Structure of Listed on Stock Market Non nancial Firms: Evidence for Portugal. *FEP Working Papers*, 1(555), 32.
- Vieira, E. S., & Novo, A. J. (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. *ESTUDOS DO ISCA*, 4(2), 2-16.
- Vilelas, J. (2017). *O Processo de Construção do Conhecimento* (2ª Edição), Edições Sílabo. Lisboa, Portugal.
- Vo, X. V. (2017). Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105-113. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.12.001>
- Vos, E., Yeh, A. J. Y., Carter, S., & Tagg, S. (2007). The happy story of small business financing. *Journal of Banking and Finance*, 31(9), 2648-2672. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.09.011>
- Wald, J. K. (1999). How Firm Characteristics Affect Capital Structure: an International Comparison. *The Journal of Financial Research*, XXII(2), 161-187. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1999.tb00721.x>
- Warner, J. B. (1977). Bankruptcy costs: Some evidence. *The Journal of Finance*. 32(2), 337-347. <https://doi.org/10.2307/2326766>
- Wijst, N. Van der, & Thurik, R. (1993). Determinants of small firm debt ratios: An analysis of retail panel data. *Small Business Economics*, 5(1), 55-65. <https://doi.org/10.1007/BF01539318>
- Wong, A., Holmes, S., & Schaper, M. T. (2018). How do small business owners actually make their financial decisions? Understanding SME financial behaviour using a case-based approach. *Small Enterprise Research*, 25(1), 36-51. <https://doi.org/10.1080/13215906.2018.1428909>

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

- Xu, J. (2012). Profitability and capital structure: Evidence from import penetration. *Journal of Financial Economics*, 106(2), 427-446. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.05.015>
- Yazdanfar, D., & Ödlund, L. (2010). Industry effects and micro firms' capital structure determinants empirical evidence from Swedish data. *International Journal of Business and Globalisation*, 5(4), 373-387. <https://doi.org/10.1504/IJBG.2010.035473>
- Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2017). Substitute or complement? The use of trade credit as a financing source among SMEs. *Management Research Review*, 10-27. <https://doi.org/10.1108/MRR-06-2015-0153>
- Youssef, A., & El-Ghonamie, A. (2015). Factors That Determine Capital Structure in Building Material and Construction Listed Firms: Egypt Case. *International Journal of Financial Research*, 6(4), 46-59. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v6n4p46>
- Zeidan, R., Galil, K., & Shapir, O. M. (2018). Do ultimate owners follow the pecking order theory? *Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, 45-50. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.04.008>
- Zhao, T., & Jones-Evans, D. (2016). SMEs, banks and the spatial differentiation of access to finance. *Journal of Economic Geography*, 1-34. <https://doi.org/10.1093/jeg/lbw029>

**Site**

<https://www.sport-histoire.fr/pt/Geografia/Africa/Angola.php>

## Apêndices

### Apêndice 1 - Tabelas

Tabela 19 - Teste LM de endividamento de curto prazo

	Variância	Desvio-Padrão
EndCP <sub>it</sub>	.09739	.31207
e	.01630	.12770
u	.02302	.15172
Test: Var(u) = 0		
	chibar2(01) =	205.79
	Prob > chibar2 =	0.0000

Tabela 20 - Teste LM de endividamento de médio e longo prazo

	Variância	Desvio-Padrão
EndMLP <sub>it</sub>	.02847	.16874
e	.01694	.13018
u	.00644	.08025
Test: Var(u) = 0		
	chibar2(01) =	54.14
	Prob > chibar2 =	0.0000

Tabela 21 - Teste LM de endividamento total

	Variância	Desvio-Padrão
EndT <sub>it</sub>	.11344	.33681
e	.02597	.16115
u	.02527	.15897
Test: Var(u) = 0		
	chibar2(01) =	125.82
	Prob > chibar2 =	0.0000

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

**Tabela 22 - Dimensões, categorias e intervenções representativas**

<b>Dimensão</b>	<b>Categoria</b>	<b>Cotação representativa</b>
Variáveis específicas da empresa	Análise financeira	“Os bancos querem sempre saber como a empresa está em termos financeiros, mesmo com as demonstrações do exercício anterior positivos, não se convencem desses resultados, pensando que são falsos” <i>(Representante I3)</i>
	Garantias	“Na verdade, isso nos tem prejudicado muito, mas não significa que não temos absolutamente algo para assegurar o empréstimo, embora em quantidades que o banco acha que é insuficiente” <i>(Representante E3)</i>
	Idade da empresa	“Olha, uma empresa é como uma pessoa. Quando a pessoa é ainda uma criança, claro que necessita de ajuda dos mais velhos. Para uma empresa nova dificilmente pode obter um crédito e, assim como pode crescer? É com isso que vai ganhando a experiência” <i>(Representante E4)</i>
Variáveis institucionais	Taxa de juros	“As taxas de juros sempre a subirem. O que os bancos nos cobrem eu considero que é muito alto. E isso torna com que o banco esteja com dúvidas de que se a empresa terá capacidade do reembolso do valor emprestado” <i>(Representante S2)</i>
	Concentração bancária	“O número de bancos que temos em Cabinda é muito pouco, se compararmos com Luanda. Então ficamos com poucas alternativas e a dificuldade de não receber um empréstimo é maior” <i>(Representante I4)</i>
	Setor/atividade da empresa	“Eu acho que os bancos querem emprestar dinheiro naquelas empresas que eles sabem que têm quase sempre boas receitas diárias ou mensais, por exemplo, as

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

		empresas que produzem e/ou vendem bens alimentares” ( <i>Representante I1</i> )
Variáveis contextuais	Suborno/corrupção	“Muita gente solicita empréstimo bancário e os processos morrem lá, porque um dos impasses que muita das vezes vão te colocar é que se queres receber rapidamente um empréstimo, tens de se comprometer em pagar uma percentagem de comissão logo que o valor for colocado na sua conta e, com certeza ninguém quer isso porque é um dinheiro que eu terei que devolver” ( <i>Representante S3</i> )
	Relação banco-empresa	“A relação existe, aliás só não existiria se não fôssemos seus clientes, aí sim. Mas uma coisa, somos clientes desses bancos, que nem sempre isso nos tem ajudado para receber um empréstimo. Uma das melhores formas, talvez, se tiveres alguma aproximação com alguém do banco que pode influenciar ou mesmo uma amizade com o próprio gerente” ( <i>Representante C1</i> )
	Histórico/Confiança	“É mais fácil voltar a receber um empréstimo num banco onde já havias recebido anteriormente, mas desde que o banco sabe que é um cliente que cumpriu os prazos no passado, porque a partir daí, o banco tem maior confiança com este cliente” ( <i>Representante E1</i> )

## Apêndice 2. Mapa de Angola

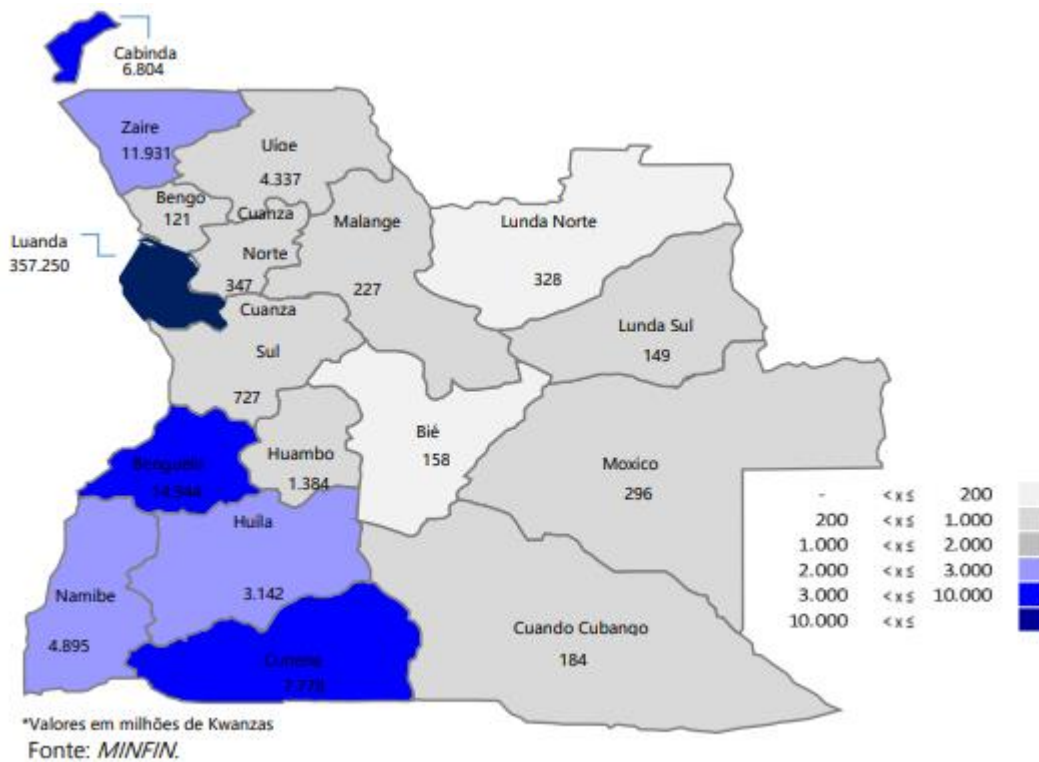


Figura 3 - Receitas arrecadadas por Província (milhões de kwanzas)

### Apêndice 3 - Guião de entrevista semiestruturada

1. DADOS DO EMPRESÁRIO/GESTOR
1.1. Qual é a sua idade
1.2. Género
1.3. Qual é a sua experiência profissional?
1.4. Quais as suas habilitações literárias?
1.5. Em que área se formou?
1.6. Há quanto tempo já trabalha na empresa?
1.7. Que função ocupa na empresa?
1.8. Trabalhou antes numa outra empresa e que funções desempenhou?
2. DADOS DA EMPRESA
2.1. Em que setor de atividade está enquadrada a empresa?
2.2. Em que ano a empresa foi fundada?
2.3. Qual a dimensão da empresa?
2.4. Quantos colaboradores a empresa teve nos últimos 5 anos?
3. CAPITAL SOCIAL
3.1. Qual é a principal fonte de financiamento da empresa?
3.2. Tem sido fácil obter um empréstimo bancário?
3.3. Há muitas exigências quando se solicita um empréstimo bancário?
3.4. O que tem dificultado a empresa em obter um empréstimo bancário?
3.5. O que é preciso fazer para facilitar a possibilidade de obtenção de empréstimo bancário?

## Apêndice 4 - Modelos estimados sem a variável liquidez

### Estatísticas descritivas

Variáveis	Observações	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
EndCP <sub>it</sub>	438	.21318	.29618	0	.99401
EndMLP <sub>it</sub>	438	.07040	.16144	0	.95457
EndT <sub>it</sub>	438	.27544	.32621	0	.99667
TANG <sub>it</sub>	438	.61184	.28128	.00825	.98891
OpCr <sub>it</sub>	438	.01607	.04720	0	.28834
RENT <sub>it</sub>	438	.25462	.29730	-.06783	1.44446
DIM <sub>it</sub>	438	17.78410	1.54972	13.04399	21.15483
IDADE <sub>it</sub>	438	11.00685	5.21022	1	25.00000
BFEX <sub>it</sub>	438	.06519	.07837	.00003	.39858

### Endividamento de curto prazo

Variáveis independentes	(1) <i>Pooled OLS</i>	(2) Efeitos fixos	(3) Efeitos aleatórios
TANG <sub>it</sub>	-0.313*** (-6.60)	-0.288*** (-3.42)	-0.321*** (-4.89)
OpCr <sub>it</sub>	0.679* (2.24)	-0.776 (-1.25)	0.039 (0.09)
RENT <sub>it</sub>	-0.147** (-3.24)	-0.116 (-1.78)	-0.127* (-2.28)
DIM <sub>it</sub>	-0.0025 (-0.25)	0.025 (1.47)	0.011 (0.86)
IDADE <sub>it</sub>	-0.078** (-3.03)	-0.091** (-3.00)	-0.077** (-2.84)
BFEX <sub>it</sub>	0.103 (0.65)	0.452 (1.96)	0.396* (2.16)
LOC <sub>i</sub>	-0.065 (-3.03)		-0.115 (-1.33)
Constante	0.657*** (3.86)	0.180 (0.60)	0.489* (2.04)
Observações	438	438	438
R <sup>2</sup>	0.2112	0.0660	0.1658
Wald chi <sup>2</sup>			41.06***
F	(7,430) 16.45***	(6,359) 4.65***	

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

**Endividamento de médio e longo prazo**

Variáveis independentes	(1) <i>Pooled OLS</i>	(2) Efeitos fixos	(3) Efeitos aleatórios
TANG <sub>it</sub>	-0.0537 (-1.93)	-0.0475 (-0.61)	-0.0421 (-1.05)
OpCr <sub>it</sub>	-0.089 (-0.50)	0.232 (0.41)	-0.103 (-0.39)
RENT <sub>it</sub>	-0.0093 (-0.35)	-0.0631 (-1.06)	-0.0291 (-0.79)
DIM <sub>it</sub>	0.0144* (2.36)	-0.0159 (-1.01)	0.0095 (1.09)
IDADE <sub>it</sub>	-0.0105 (-0.69)	0.0133 (0.48)	0.0034 (0.18)
BFEx <sub>it</sub>	0.535*** (5.40)	-0.387** (-2.04)	0.215 (1.66)
LOC <sub>i</sub>	0.0218 (0.87)		0.0034 (0.09)
Constante	-0.183 (-1.84)	0.358 (1.30)	-0.104 (-0.72)
Observações	438	438	438
R <sup>2</sup>	0.0860	0.0363	0.0670
Wald chi <sup>2</sup>			7.04
F	(7,430) 5.78***	(6,359) 1.21	

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

Endividamento total			
Variáveis independentes	(1) <i>Pooled OLS</i>	(2) Efeitos fixos	(3) Efeitos aleatórios
TANG <sub>it</sub>	-0.367*** (-7.08)	-0.324** (-3.27)	-0.356*** (-4.78)
OpCr <sub>it</sub>	0.737* (2.23)	-0.791 (-1.08)	0.023 (0.05)
RENT <sub>it</sub>	-0.124* (-2.50)	-0.0005 (-0.01)	-0.040 (-0.63)
DIM <sub>it</sub>	0.017 (1.54)	0.015 (0.76)	0.015 (0.97)
IDADE <sub>it</sub>	-0.085** (-3.01)	-0.107** (-3.00)	-0.087** (-2.76)
BFEx <sub>it</sub>	1.340*** (7.27)	-0.074 (-0.31)	0.279 (1.32)
LOC <sub>i</sub>	-0.065 (-1.41)		-0.118 (-1.29)
Constante	0.371* (2.00)	0.460 (1.30)	0.513 (1.90)
Observações	438	438	438
R <sup>2</sup>	0.2236	0.0559	0.1500
Wald chi <sup>2</sup>			36.92***
F	(7,430) 17.69***	(6,359) 4.26***	

**Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola**

**Anexos**

**Primeira Região Tributária**

A  
Região Académica III  
Universidade 11 de Novembro

**Cabinda**

Ref<sup>o</sup>: **125** DA/1RT/AGT/17

**Assunto: Resposta a Solicitação de Dados**

Respeitosos cumprimentos

Serve o presente para informar que este Serviço Regional recebeu o vosso **ofício C/ Ref.nº 112/GD/UON/2017**, datado de 09 de Agosto do ano em curso, no qual solicitam-nos autorização para recolha de dados que deverão sustentar a elaboração da defesa de tese com o tema «Factores Determinantes da Estruturas de capital das Pequenas e Médias Empresas», por se julgar ser requisito indispensáveis para conclusão do curso de Doutoramento em Gestão.

Relativamente a solicitação, vimos informar que a mesma foi **Deferida**, para o efeito deverão contactar o Departamento dos Serviços Fiscais da 1ª Região Tributária, que prestará todo suporte que se julgar necessário, tendo-se em atenção a sensibilidade da informação de que se reveste este sector.

Sem outro, subscrevemo-nos com estima e consideração.

Primeira Região Tributária, em Cabinda, aos 29 de Agosto de 2017.-

  
O Director Regional

Celestino M. E. Culecalala

## Parecer da Orientadora

Eu, Zélia Maria Silva Serrasqueiro com o documento de identificação (CC) 06550304-OZY7 e NIF 196073170, e-mail [zelia@ubi.pt](mailto:zelia@ubi.pt), Professora Catedrática da Universidade da Beira Interior e orientadora científica do aluno João Mabilia Lussuamo, com o número de aluno D1999, autor do trabalho de 3.º Ciclo/Doutoramento em Gestão da Universidade da Beira Interior, intitulado *Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e o nível de Endividamento das Pequenas e Médias Empresas (PME): Uma aplicação em Cabinda – Angola*, redigido em língua portuguesa, declaro que este trabalho é a versão definitiva da tese apresentada e aprovada em provas públicas, e incorpora as sugestões efetuadas pelo júri durante as mesmas

Covilhã e UBI, 23 de abril de 2021

---

(Assinatura da Orientadora)

**Nota:** os dados pessoais recolhidos serão utilizados exclusivamente para registo na Plataforma Nacional de Teses e Dissertações (RENATES) e para registo na Plataforma Interna da UBI no âmbito do pedido de Admissão a Provas Académicas de acordo com a regulamentação em vigor.

Subdelego no professor António Manuel Cardoso Marques a presidência deste júri, a quem confiro os poderes necessários para votar conforme o estabelecido no despacho n.º 2020/R/71 de 2 de setembro, conforme o n.º 2-2.1, do referido despacho.  
11/03/2021  
Mário Marques Freire

## EDITAL

**DOUTOR MÁRIO MARQUES FREIRE**, Vice-Reitor da Universidade da Beira Interior e Presidente do júri, por delegação do Reitor, das provas de doutoramento (3.º ciclo de estudos) no ramo de Gestão, requeridas por João Mabilia Lussumo.

Faz saber que:

**1.º** O júri das referidas provas é constituído pela Doutora Zélia Maria da Silva Serrasqueiro Teixeira, professora catedrática da Universidade da Beira Interior, Doutor Samuel Cruz Alves Pereira, professor associado da Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Doutora Maria Fernanda Ludovina Inácio Matias, professora coordenadora, da Escola Superior de Gestão, Hotelaria e Turismo da Universidade do Algarve, Doutor João Dionísio Monteiro, professor auxiliar da Universidade da Beira Interior, Doutor Filipe Manuel Alves Sardo, professor auxiliar da Universidade Portucalense Infante D. Henrique, Porto.

**2.º** As provas se realizarão de acordo com o seguinte calendário:

- Dia 06 de abril de 2021, pelas 14,00 horas, apreciação e discussão da tese apresentada pelo candidato intitulada **“Fatores determinantes da estrutura de capital e o nível de endividamento das pequenas e médias empresas (PME's): Uma aplicação em Cabinda”**

**3.º** Serão arguentes da tese o Doutor Samuel Cruz Alves Pereira e o Doutor Filipe Manuel Alves Sardo.

**4.º** As provas são públicas.

**5.º** Findas as provas, o júri reunir-se-á para proceder à sua apreciação e decisão final, cujo resumo constará da respectiva ata, sendo a classificação do candidato, feita através de votação nos termos legais.

**6.º** Todas as provas, sua apreciação e votação terão lugar na sala dos atos da Reitoria da Universidade da Beira Interior, de modo presencial e por videoconferência, nos termos do Art.º 5.º da Lei 1-A/2020 de 19 de Março.

Covilhã e Universidade da Beira Interior, 10 de março de 2021.

O Presidente do Júri  
Mário Marques Freire

**ASSEMBLEIA NACIONAL**

**Lei n.º 30/11**  
de 13 de Setembro

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

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

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

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

**LEI DAS MICRO, PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS**

**CAPÍTULO I**  
**Disposições Gerais**

**ARTIGO 1.º**  
**(Objecto)**

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

**ARTIGO 2.º**  
**(Âmbito)**

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

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

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

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

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

## CAPÍTULO II

### Classificação das Micro, Pequenas e Médias Empresas

#### ARTIGO 4.º

##### (Empresa e tipo de sociedade)

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

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

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

#### ARTIGO 5.º

##### (Tipologia de MPME e critérios identificadores)

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

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

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

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

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

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

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

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

#### ARTIGO 6.º

##### (Trabalhadores)

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

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

#### ARTIGO 7.º

##### (Exclusão)

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

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

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

### CAPÍTULO III

#### Estrutura Institucional de Apoio

##### ARTIGO 8.º

###### (Instituição de apoio)

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

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

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

##### ARTIGO 9.º

###### (Classificação)

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

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

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

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

##### ARTIGO 10.º

###### (Objectivos da classificação)

A classificação prevista na presente lei visa, nomeadamente:

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

### CAPÍTULO IV

#### Programas de Apoio as MPME

##### ARTIGO 11.º

###### (Programas de incentivos)

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

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

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

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

ARTIGO 12.º

(Acesso aos apoios e incentivos)

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

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

SECÇÃO I

Apoios Institucionais

ARTIGO 13.º

(Constituição, registo e licenciamento de MPME)

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

2. Os procedimentos referidos no número anterior devem incluir:

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

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

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

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

ARTIGO 14.º

(Medidas de apoio institucional)

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

ARTIGO 15.º

(Participação das entidades públicas e privadas)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**ARTIGO 19.º**  
**(Emolumentos)**

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

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

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

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

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

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

a) *Micro Empresas*: pagamento por recurso a Imposto Especial por Conta, incidindo a taxa de 2% sobre as vendas brutas independentemente da zona a que se situem. O imposto é calculado mensalmente sobre as vendas brutas do período e pago até ao 10.º dia útil do mês seguinte;

b) *Pequenas e Médias Empresas*: benefício de 50% para as empresas da Zona A, 35% para as empresas da Zona B, 20% para as empresas da Zona C e 10% para as empresas da Zona D.

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

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

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

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

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

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

#### ARTIGO 21.º

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

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

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

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

#### ARTIGO 22.º

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

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

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

#### SECÇÃO III

##### Apoios na Criação de Competências

#### ARTIGO 23.º

##### (Acções de formação profissional)

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

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

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

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

#### ARTIGO 24.º

##### (Cursos profissionais)

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

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

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

#### ARTIGO 25.º

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

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

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

### CAPÍTULO V

#### Tratamento Diferenciado

#### ARTIGO 26.º

##### (Procedimentos simplificados)

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

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

#### ARTIGO 27.º

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

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

#### ARTIGO 28.º

##### (Imposto de Selo)

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

#### ARTIGO 29.º

##### (Relações laborais)

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

### CAPÍTULO VI

#### Disposições Finais e Transitórias

#### ARTIGO 30.º

##### (Omissão de receita)

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

#### ARTIGO 31.º

##### (Obrigação de informar)

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

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

#### ARTIGO 32.º

##### (Fiscalização orientadora)

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

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

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

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

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

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

**ARTIGO 35.º**  
**(Regulamentação)**

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

**ARTIGO 36.º**  
**(Entrada em vigor)**

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

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

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

Promulgada aos 2 de Setembro de 2011.

Publique-se.

O Presidente da República, JOSÉ EDUARDO DOS SANTOS.

## **MINISTÉRIO DOS PETRÓLEOS**

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

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

Convindo implementar tal deliberação;

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

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

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

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

Publique-se.

Luanda, aos 5 de Setembro de 2011.

O Ministro, *José Maria Botelho de Vasconcelos.*