



ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)

INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA

Determinantes da Estrutura de Capital nas Empresas Cabo-verdianas

Lia Jéssica Delgado Brito Lima

Dissertação apresentada ao *Instituto Politécnico de Bragança*
Para obtenção do grau de mestre em Contabilidade e Finanças

Orientação:

Prof. Doutora Ana Paula Carvalho do Monte

Prof. Doutor António Borges Fernandes

Bragança, novembro, 2019



ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)

INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA

Determinantes da Estrutura de Capital nas Empresas Cabo-verdianas

Lia Jéssica Delgado Brito Lima

Orientação:

Prof. Doutora Ana Paula Carvalho do Monte

Prof. Doutor António Borges Fernandes

Bragança, novembro, 2019

Resumo

A estrutura de capital representa um dos conceitos mais abordados nas finanças corporativas, quer em termos nacionais quer internacionais. No entanto, não se conhece nenhum estudo relativo a empresas de Cabo Verde, o que torna o presente trabalho relevante e inovador.

O conceito de estrutura de capital refere-se às decisões que as empresas têm de tomar quanto às fontes de financiamento, se devem utilizar mais capital alheio ou mais capital próprio. Deste modo, a estrutura ótima de capital é considerada como um dos maiores desafios da gestão financeira, em que o foco é diminuir ao máximo possível o custo total de financiamento e simultaneamente aumentar o valor do investimento para os detentores do capital ou gestores.

Existem diversas teorias que procuram explicar essas decisões estruturais das empresas, sendo as mais estudadas a teoria *trade-off* e a *pecking order*. A primeira consiste na existência de uma estrutura ótima de capital para cada classe de rendimentos equivalentes, onde existe um rácio entre o capital próprio e alheio. A segunda, também conhecida como a teoria da hierarquização das fontes de financiamento, defende que as empresas primeiro optam por empregar fundos gerados internamente (autofinanciamento) para financiar um projeto, em segundo lugar recorrem à dívida (financiamento por terceiros) e por último recorrem à emissão de novas ações.

Tendo por base estas teorias e os determinantes da estrutura de capital daí resultantes, pretende-se com este trabalho averiguar que teorias e determinantes influenciam a estrutura de capital das empresas cabo-verdianas. Para tal, será usada informação financeira de um conjunto de empresas de Cabo Verde, obtidas por conveniência e aplicada a regressão linear.

Os resultados indicam que a tangibilidade influencia positivamente o endividamento das empresas, o qual é influenciado negativamente pela dimensão e pela idade. Este comportamento poderá indicar que as empresas, em estudo, seguem a teoria *pecking order* durante este período.

Palavras-Chave: estrutura de capital, Cabo Verde; teoria *pecking order*, teoria *trade-off*, empresas privadas.

Abstract

The capital structure represents one of the most addressed concepts in corporate finance, both nationally and internationally. However, there is no known study on Cape Verdean companies, which makes the present work relevant and innovative.

The concept of capital structure refers to the decisions that companies have to make about the sources of finance, whether to use more outside capital or more equity. Thus, the optimal capital structure is considered to be one of the biggest challenges of financial management, where the focus is to lower the total cost of financing as much as possible while simultaneously increase the value of the investment to the equity holders or managers.

There are several theories that seek to explain these structural business decisions, the most studied being trade-off theory and pecking order theory. The first is the existence of an optimal capital structure for each class of equivalent income, where there is an optimal ratio of equity to debt. The second, also known as the theory of hierarchy of funding sources, argues that companies first choose to use internally generated funds (self-financing) to finance a project, secondly use debt relief (third-party financing) and last resort to the issuance of new shares.

Based on these theories and the resulting capital structure determinants, this paper aims to investigate which theories and determinants influence the capital structure of Cape Verdean companies. For this purpose, financial information will be used from a set of Cape Verdean companies, obtained for convenience and applied to linear regression.

The results indicate that tangibility positively influences corporate indebtedness, which is negatively influenced by size and age. This behavior may indicate that the companies under study follow the pecking-order theory during this period.

Keywords: capital structure, Cape Verde; pecking order theory, trade-off theory, private companies.

Resumen

La estructura de capital representa uno de los conceptos más abordados en las finanzas corporativas, tanto a nivel nacional como internacional. Sin embargo, no existe un estudio conocido sobre las empresas caboverdianas, lo que hace que el presente trabajo sea relevante e innovador.

El concepto de estructura de capital se refiere a las decisiones que las empresas deben tomar sobre las fuentes de financiación, ya sea para usar más capital externo o más capital propio. Por lo tanto, la estructura de capital óptima se considera uno de los mayores desafíos de la gestión financiera, donde el objetivo es reducir el costo total de financiamiento tanto como sea posible y al mismo tiempo aumentar el valor de la inversión para los accionistas o administradores.

Existen varias teorías que buscan explicar estas decisiones comerciales estructurales, la más estudiada es la teoría de trade-off y la teoría pecking-order. El primero es la existencia de una estructura de capital óptima para cada clase de ingresos equivalentes, donde hay una relación de capital propio y capital externo. El segundo, también conocido como la teoría de la jerarquía de las fuentes de financiamiento, argumenta que las compañías primero eligen usar fondos generados internamente (autofinanciamiento) para financiar un proyecto, en segundo lugar recurrir a la deuda (financiamiento de terceros) y finalmente usar emisión de nuevas acciones.

Sobre la base de estas teorías y los determinantes resultantes de la estructura de capital, este documento tiene como objetivo investigar qué teorías y determinantes influyen en la estructura de capital de las empresas caboverdianas. Para este propósito, la información financiera se utilizará de un conjunto de compañías caboverdianas, obtenida por conveniencia y aplicada a la regresión lineal.

Los resultados indican que la tangibilidad influye positivamente en el endeudamiento corporativo, que está influenciado negativamente por el tamaño y la edad. Este comportamiento puede indicar que las empresas en estudio siguen la teoría pecking order durante este período.

Palabras clave: estructura de capital, Cabo Verde; teoría Pecking order, teoría trade-off, empresas privadas.

Agradecimentos

A conclusão desta dissertação representa um marco importante na minha formação académica, pela finalização de uma etapa e início de um novo ciclo da minha vida.

Gostaria de agradecer à minha família, e em especial aos meus pais por sempre acreditarem em mim, pelo apoio incondicional que me demonstraram ao longo da minha vida académica e por sempre me motivarem a correr atrás dos meus objetivos.

Um agradecimento especial aos meus professores e orientadores, Ana Paula Monte e António Borges, pela disponibilidade e incentivo demonstrado ao longo da realização da minha dissertação.

E por fim, mas não menos importante, quero agradecer aos meus amigos e em especial ao meu namorado, por terem estado sempre presentes nessa minha longa e difícil caminhada, pelo encorajamento e companheirismo de sempre.

A todos que direta e indiretamente fizeram parte desta minha conquista, os meus sinceros agradecimentos.

Abreviaturas e/ou Acrónimos

AFT	- Ativo Fixo Tangível
AT	- Ativo Total
CAE	- Classificação de Atividade Económica
CRES	- Crescimento
CVE	- Escudos Cabo-Verdianos
DIM	- Dimensão
ET	- Endividamento Total
IDAD	- Idade
INE	- Instituto Nacional de Estatística
LOG	- Logaritmo
MM	- Modigliani e Miller
NIF	- Número de Identificação Fiscal
OBF	- Outros Benefícios Fiscais
PIB	- Produto Interno Bruto
PME	- Pequenas e Médias Empresas
POT	- Teoria <i>Pecking Order</i>
REND	- Rendibilidade
TANG	- Tangibilidade
TOT	- Teoria <i>Trade-Off</i>
WACC	- <i>Weighted Average Cost of Capital</i>

Índice

Lista de Figuras	vii
Lista de Tabelas	viii
Introdução.....	1
1. Enquadramento teórico	2
1.1. Teorias da Estrutura de Capital.....	2
1.1.1. Teoria tradicionalista.....	3
1.1.2. Abordagem de Modigliani e Miller	4
1.1.3. Teoria <i>trade-off</i>	6
1.1.4. Custos de falência	7
1.1.5. Custos de agência	8
1.1.6. Teoria Pecking Order.....	9
1.1.7. Estudos empíricos	10
1.2. Determinantes da Estrutura de Capital.....	12
1.2.1. Tangibilidade dos ativos.....	13
1.2.2. Outros benefícios fiscais	13
1.2.3. Oportunidades de crescimento.....	14
1.2.4. Rendibilidade.....	14
1.2.5. Dimensão	15
1.2.6. Idade	16
2. Desenho do estudo empírico.....	17
2.1. Objetivo de estudo e hipóteses de investigação.....	17
2.2. Base de dados, amostra e descrição dos métodos de tratamento de dados.....	19
2.3. Modelo de análise e descrição das variáveis.....	19
3. Apresentação e Análise dos Resultados.....	21
3.1. Caraterização macroeconómica e microeconómica de Cabo Verde.....	21
3.2. Caracterização da amostra	26
3.3. Determinantes da estrutura de capital das empresas cabo verdianas.....	27
Conclusões, Limitações e Linhas de Investigação Futuras	43
Referências	44

Lista de Figuras

Figura 1: Evolução da taxa de inflação de 2012 a 2018.....	23
Figura 2: Evolução do produto interno bruto de 2012 a 2018.....	24
Figura 3: Evolução da dívida pública externa no período de 2012 a 2018.....	25
Figura 4: Empresas Ativas em Cabo Verde, de 2012 a 2017	25

Lista de Tabelas

Tabela 1: Variáveis independentes do modelo (determinantes da estrutura de capital).....	20
Tabela 2: Estatísticas descritivas dos principais indicadores económico-financeiros das empresas da amostra, entre 2012 e 2017	27
Tabela 3: Estatísticas Descritivas da variável dependente (endividamento total) e das variáveis independentes (exceto a idade), com dados não estandardizados	28
Tabela 4: Estatísticas descritivas da variável dependente (endividamento total) e das variáveis independentes (exceto a idade), com dados estandardizados.	28
Tabela 5: Interpretação do coeficiente de correlação de <i>Pearson</i>	29
Tabela 6: Matriz de Correlação de <i>Pearson</i> entre a variável dependente (endividamento total) e as variáveis independentes (exceto a idade), com dados estandardizados.	30
Tabela 7: Diagnóstico de multicolinearidade e ANOVA para o modelo de regressão linear, com a variável dependente Endividamento total e sem variável explicativa idade	31
Tabela 8: Modelo de regressão linear, com a variável dependente Endividamento total e sem variável explicativa idade e diagnóstico de multicolinearidade.	31
Tabela 9: Matriz de Correlação de <i>Pearson</i> entre a variável dependente (endividamento a curto prazo) e as variáveis independentes (exceto a idade), com dados estandardizados.....	33
Tabela 10: Diagnóstico de multicolinearidade e ANOVA para o modelo de regressão linear, com a variável dependente Endividamento a curto prazo e sem variável explicativa idade.....	34
Tabela 11: Modelo de regressão linear, com a variável dependente Endividamento de curto prazo, sem variável explicativa idade, e diagnóstico de multicolinearidade	34
Tabela 12: Matriz de Correlação de <i>Pearson</i> entre a variável dependente (endividamento a longo prazo) e as variáveis independentes (exceto a idade), com dados estandardizados.	36
Tabela 13: Estatísticas descritivas da variável dependente (endividamento Curto prazo) e das variáveis independentes com a variável idade	37
Tabela 14: Matriz de Correlação de <i>Pearson</i> entre a variável dependente (endividamento a curto prazo) e as variáveis independentes (com variável idade a idade), com dados estandardizados	38
Tabela 15: Modelo de regressão linear múltipla, pelo método OLS, com a variável dependente Endividamento total com variável idade.....	39
Tabela 16: Modelo de regressão linear múltipla, pelo método OLS, com a variável dependente Endividamento a curto prazo com variável idade	40
Tabela 17: Resumo dos modelos de regressão linear múltipla, pelo método OLS, com diferentes proxies para a estrutura de capital das empresas cabo verdianas	41

Introdução

A estrutura de capital representa um dos conceitos mais abordados nas finanças corporativas, pelo que, a maioria das empresas têm demonstrado preocupações no que concerne às decisões ligadas à estrutura de capital. Este tema é bastante abordado em termos nacionais (Portugal) e internacionais, no entanto, não se conhece nenhum estudo relativo às empresas de Cabo Verde, o que torna o presente trabalho relevante e inovador.

No presente trabalho são analisados os determinantes da estrutura de capital das empresas cabo-verdianas num período de 2012 a 2017. Ao longo do trabalho tentou-se responder à seguinte pergunta de partida: Quais os determinantes da estrutura de capital das empresas de Cabo Verde?

Deste modo, o presente estudo visa dar resposta às seguintes questões de investigação: A tangibilidade está positivamente relacionada com o endividamento? Os outros benefícios fiscais estão negativamente relacionados com o endividamento? As oportunidades de crescimento estão positivamente relacionadas com o endividamento? A Rentabilidade está negativamente relacionada com o endividamento? A Dimensão está negativamente relacionada com o endividamento?

Este trabalho está dividido em três pontos. Após a introdução segue-se o ponto 1 que é composto por uma sucinta revisão da literatura, onde é abordado as principais teorias da estrutura de capital, estudos empíricos realizados sobre o tema bem como os seus determinantes. No ponto 2 é retratada a metodologia adotada na execução desta investigação, sendo no ponto 3 apresentados e analisados os resultados. Por último são apresentadas as principais conclusões do trabalho, com referência a algumas limitações, bem como possíveis linhas de investigação futuras.

1. Enquadramento teórico

Neste capítulo procede-se à revisão sucinta das principais teorias sobre a estruturação de capital, uma breve análise de alguns estudos empíricos já realizados por outros autores sobre a estrutura de capital em diferentes países, amostras e metodologias e por fim uma revisão sobre os determinantes importantes no presente estudo que servirão de base para a constituição das hipóteses de investigação posteriormente formuladas.

1.1. Teorias da Estrutura de Capital

A estrutura de capital representa uma das temáticas mais estudadas nas finanças corporativas, pelo que, a maioria das empresas têm demonstrado preocupações no que concerne às decisões ligadas à estrutura de capital. Estas decisões desempenham um papel fundamental na sobrevivência do negócio, pois a estrutura de capital influencia no custo do capital e no seu valor. Tais decisões, quando tomadas de forma errada, podem originar elevados custos de capital, reduzirem o valor dos capitais próprios e podendo mesmo inviabilizarem projetos de investimento reduzindo deste modo o valor da empresa (Myers, 1977).

O conceito de estrutura de capital refere-se às decisões das empresas em escolher entre contrair empréstimos ou usar o capital próprio para financiar seus projetos (Barnea et al., 1981). A estrutura ótima de capital é um dos maiores desafios da gestão financeira, em que o foco é diminuir ao máximo possível o custo total de financiamento e simultaneamente aumentar o valor do investimento para os acionistas ou sócios. A fim de encontrar a estrutura ótima de capital, é necessário responder a duas importantes questões: Qual será a relação entre a estrutura de capital e a rentabilidade das empresas? E, serão mais rentáveis as empresas que recorrem ao capital próprio ou as que recorrem ao capital alheio (Barnea et al., 1981)?

Baseando-se na teoria económica das finanças empresariais, Modigliani e Miller (1958) recorreram ao conceito de equilíbrio de mercado de arbitragem, em que o valor de mercado de uma empresa é independente da sua estrutura de capital, tendo demonstrado que empresas idênticas detêm o mesmo valor independentemente do seu financiamento ser realizado através de capitais próprios ou pelo recurso à dívida.

1.1.1. Teoria tradicionalista

Durand (1952) foi um dos primeiros autores a abordar o estudo da estrutura de capital e defender que é possível minimizar o custo total de financiamento e, simultaneamente, maximizar o valor do investimento para os acionistas. Isto consegue-se através de uma combinação entre capital próprio e capital alheio de modo a potencializar o valor da empresa, existindo assim uma estrutura ótima de capital para cada empresa. O autor acredita que, para um determinado nível de endividamento o custo da dívida não sofre alterações, pelo que, o custo do capital próprio aumenta à medida que a empresa adiciona recursos de terceiros na sua estrutura de capital, com a intenção de compensar o acréscimo de risco financeiro que provém da dívida (Durand, 1952; Rodrigues, 2017).

O custo do capital alheio tende a ser inferior ao custo do capital próprio, devido ao facto de apresentar um risco menor para o fornecedor de capital (Rodrigues, 2017). Deste modo, a empresa endivida-se até ao ponto em que o *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) alcance o mínimo encontrando-se assim perante uma estrutura de capital ótima. Durand (1952) acrescenta ainda que, se o grau de endividamento for muito elevado pode ocorrer o risco de falência, em que o aumento do risco para os credores e acionistas implica um aumento do custo das fontes de financiamento.

A teoria tradicionalista enquadra-se em duas vertentes distintas relativamente ao tratamento do nível da dívida: a abordagem pelo lucro líquido que verifica uma relação positiva com o endividamento e o valor da empresa e a abordagem pelo lucro operacional líquido em que nesse âmbito o valor da empresa é independente da sua estrutura de capital (Durand, 1952).

1.1.2. Abordagem de Modigliani e Miller

O teorema de Modigliani e Miller (1958), hora em diante referido por MM (1958), baseia-se no pressuposto de mercado perfeitos que consiste na ausência de impostos, inexistência de custos de transação e com uma excelente divulgação de todas as informações que possam afetar o valor das empresas. Esses autores defendem que a escolha entre a dívida e o financiamento de capital não tem efeitos materiais sobre o valor da empresa ou sobre o custo ou a disponibilidade de capital. Essa teoria opõe-se à tradicionalista, que defende a existência de uma estrutura de capital ótima.

MM (1958), realçam um conjunto de pressupostos, em que o valor de mercado da empresa é independente da forma como é composto o rácio entre capital próprio e capital alheio, defendendo deste modo a irrelevância da estrutura de capital. Estes assumem como pressuposto um mercado com algumas características, nomeadamente, a concorrência considera-se perfeita e os custos de transação são mínimos; não existe informação assimétrica entre os investidores; ausência custos de falência ou interrupção de negócios; os contratos são facilmente aplicados; todas a empresas são consideradas na mesma classe de risco; não tem em conta o benefício fiscal, pelo recurso à dívida, resultante da dedução dos juros para o cálculo do imposto sobre o rendimento; não há oportunidades de sinalização; não há custos de agência; e os fluxos de caixa operacionais não são afetados por mudanças na estrutura de capital.

A teoria de irrelevância de MM resume-se em três proposições relativamente ao efeito do endividamento no valor da empresa descritas a seguir.

Proposição I: O valor de mercado de uma empresa e o custo médio ponderado do capital são independentes da estrutura de financiamento da empresa, uma vez que o valor da empresa financiada por capitais alheios é igual ao valor da empresa financiada com capitais próprios.

Para MM (1958) o valor de mercado da empresa corresponde à atualização do resultado esperado a uma taxa de desconto adequada à sua classe de risco. Por sua vez, os autores consideram o custo médio ponderado do capital (CMPC ou WACC¹) da empresa é igual à taxa de atualização dos resultados esperados de uma empresa sem dívida pertencente à mesma categoria de risco. Assim, a estrutura de capital é irrelevante na determinação do valor de mercado da empresa.

Como refere Miranda (2011),

¹ *Weighted Average Cost of Capital*

“as relações implícitas, numa situação de equilíbrio, teriam que se verificar obrigatoriamente para qualquer empresa da mesma categoria de risco, isto é, se o valor de duas empresas, pertencentes a mesma categoria, for diferente, os investidores podem vender as ações da empresa sobreavaliada e comprar as ações da empresa subavaliada, pelo que, o preço das ações da empresa sobreavaliada diminui, e o das ações da subavaliada se eleva, conduzindo a um desaparecimento das diferenças entre os valores de mercado das empresas” (p.21).

Proposição II: A taxa de rentabilidade esperada das ações de uma empresa, é igual à taxa de atualização apropriada exigida pelos acionistas sem dívida, adicionado do prémio de risco financeiro, igual ao rácio de endividamento (*Debt-to-equity*) multiplicado pelo *spread* entre a taxa de capitalização e o custo da dívida (Modigliani & Miller, 1958). Pode-se assim verificar que, a criação de valor de cada empresa depende exclusivamente dos rendimentos gerados pelos seus ativos em que o WACC será similar às empresas com o mesmo risco.

Modigliani e Miller (1958) demonstram que a rentabilidade esperada do capital próprio está diretamente relacionado com o endividamento, uma vez que, o risco de capital próprio aumenta em função do endividamento. Ou seja, a taxa de rentabilidade que os investidores esperam obter, em contrapartida do investimento em ações de uma empresa, varia linearmente em função do rácio de endividamento. O custo do capital próprio da empresa tende a aumentar à medida que o seu endividamento aumenta, uma vez que, aumenta o desvio padrão do retorno sobre o património líquido, aumentando o risco para os acionistas da empresa.

Proposição III: O WACC e o valor da empresa são independentes da sua estrutura de capital. o valor de uma empresa endividada deverá ser igual a uma não endividada, ao seguir o raciocínio da irrelevância da estrutura de capital no valor da empresa onde o mercado de capital é perfeito. Para os MM (1958) o que determina o valor da empresa, são as suas decisões de investimento e não de financiamento, pois o que vai ser relevante para o valor da empresa é a taxa de rentabilidade esperada dos investimentos.

Em 1963 MM fizeram uma atualização da teoria da irrelevância passando assim, a levar em consideração o efeito fiscal na estrutura de capital das empresas ao dar ênfase ao benefício fiscal resultante da utilização de fundos externos ao invés de capital próprio como forma de financiar a empresa (Modigliani & Miller, 1963).

Para Modigliani e Miller (1963) as empresas devem ser financiadas na totalidade com capital alheio, devido ao facto de os juros serem dedutíveis fiscalmente, obtendo assim uma poupança fiscal destinada aos acionistas. Brealey e Myers (2003) contrariam essa ideia ao afirmar que para uma empresa se financiar exclusivamente com capital alheio, onde são inexistentes o recurso aos capitais próprios, esta

teria que estar necessariamente em processo de falência pois nenhuma empresa conseguiria manter a sua atividade única e exclusivamente com recurso ao endividamento.

Com a publicação do novo artigo Modigliani e Miller (1963) reescreveram as duas primeiras proposições referidas no artigo de 1958.

Na proposição I: segundo os mesmos autores continua a ser levado em consideração a existência de classes de rendimentos equivalentes, ao demonstrar que o valor de uma empresa endividada já efetuada as respetivas deduções de imposto tem igual valor a uma empresa não endividada, acrescida com o benefício fiscal associado ao endividamento, por conseguinte, a estrutura de capital passa a ter relevância para o valor da empresa (Magalhães, 2012).

Na proposição II: como consequência do aumento do risco de financiamento, o custo de capital próprio de uma empresa aumenta à medida que é elevado o valor da dívida, contudo, como resultado do efeito do imposto sobre o rendimento tal aumento será menor do que na proposição sem a presença do mesmo. A dívida altera o valor da empresa pois, ao mesmo tempo que gera benefícios fiscais também incorre a custos resultantes do risco de falência (Magalhães, 2012).

DeAngelo e Masulis (1980) consideram que os benefícios fiscais resultantes da dívida são limitados e demonstram também que o endividamento só apresenta ser favorável para a empresa quando esta pode usufruir da vantagem da dedução dos juros, pois se os resultados forem insuficientes para aproveitar todas as fontes de poupança fiscal, a dívida minimiza o valor da empresa.

1.1.3. Teoria *trade-off*

Myers (1977) desenvolveu a teoria *trade-off* (TOT) que defende a existência de uma estrutura ótima de capital para cada classe de rendimentos equivalentes, onde existe um rácio entre o capital próprio e alheio. O ponto de equilíbrio da estrutura de capital ótima será alcançado quando a taxa de imposto sustentada pelas empresas for igual à taxa suportada pelos investidores.

De acordo com esta abordagem, a empresa procura o equilíbrio entre os custos em que incorreria no caso de falência e os benefícios de emissão da dívida, ao implementar um valor objetivo para o endividamento (Myers, 1977). A TOT reconhece o endividamento como fator gerador de vantagens para a empresa, resultantes da poupança fiscal que confere, caso a empresa detenha capacidade para gerar resultados que permitam usufruir das ditas poupanças fiscais (Vieira e Novo, 2010; Myers 1977). Os benefícios gerados pelo endividamento devido à poupança fiscal, pode aumentar o risco de insolvência influenciando assim de forma negativa o seu valor, consequentemente pode até desencadear custos de agência resultantes de conflitos de interesses entre os detentores de capital (Myers, 1984).

Apesar da TOT assentar em um dos principais pressupostos de Modigliani e Miller (1958), esta teoria leva em consideração os efeitos dos impostos e custos de falência. Com base nisso a TOT é considerada como impulsionadora do desenvolvimento de muitas outras teorias que estudam como as empresas escolhem sua estrutura de capital (Myers, 1977).

Myers (1984), menciona que conforme a empresa aumentar a sua dívida, também cresce o seu benefício fiscal, o que leva a empresa a maximizar o seu valor. Contudo, consoante o aumento do endividamento também aumenta os custos relacionados com o sofrimento financeiro levando a empresa a equilibrar as consequências dos benefícios fiscais com as dificuldades financeiras, de forma a atingir um ponto de endividamento que potencialize o valor da empresa. Para Acaravci (2015) a alavancagem ideal da empresa está relacionada inversamente com os custos de falência e com o valor dos benefícios fiscais não relacionados com dívidas pelo que, as empresas com maior nível de flexibilidade tendem a ter uma alavancagem significativamente menor. Conforme demonstrado por Myers (1977) um dos custos da alavancagem financeira é que as empresas com excesso de alavancagem podem superar alguns projetos de investimento importantes, em que, para minimizar os custos esperados do futuro subinvestimento, as empresas com grandes oportunidades de crescimento devem ter índices de dívida relativamente baixos.

A TOT prevê que as empresas maiores, com maior nível de ativos tangíveis, com maior rentabilidade, com poucas oportunidades de investimento, apresentam melhores garantias para os agentes financeiros, o que as leva a obter financiamento com menores custos associados, o que permite ter um endividamento maior (Myers, 1977). Porém, as empresas com um nível de ativos tangíveis baixos e oportunidades de investimento de alto risco tendem a ter um endividamento mais baixo face aos maiores custos associados à dívida. Assim, o aumento do nível da dívida da empresa aumenta os custos de falência e reduz o valor da empresa. Conquanto, quanto maior for o endividamento da empresa, maior é o risco financeiro (Myers, 1984).

1.1.4. Custos de falência

O efeito de alavancagem financeira permite às empresas desfrutar da dedução dos juros para gerar benefícios fiscais, no entanto, os níveis de endividamento excessivo e a falta de recursos suficientes para liquidar as dívidas perante terceiros poderão por em causa a continuidade das empresas, ao aumentar a probabilidade de falência. Uma empresa está em situação de falência quando os recursos gerados são insuficientes para saldar as suas dívidas (Myers, 1984).

Em caso de falência os acionistas cedem o controlo da empresa aos credores, a transferência dos ativos para os credores gera custos associados ao processo de falência que são designados de custos de falência. À medida que os custos esperados de falência aumentam acaba por ser mais benéfico o

recurso ao património da empresa sob forma de ativos tangíveis pois o seu valor é mais regular do que no caso de ativos intangíveis pelo que, empresas com mais ativos tangíveis detêm maior alavancagem (Miglo, 2016).

É importante enfatizar que a falência e a liquidação são acontecimentos muito distintos. A falência ocorre quando a empresa não pode cumprir o pagamento atual com o compromisso da dívida, ou seja, quando a empresa utiliza o recurso de terceiros sem levar em consideração a estabilidade dos fluxos de caixa operacionais. Por seu lado, a liquidação dos ativos ocorre somente se o valor de mercado dos fluxos de caixa futuros gerados pela empresa for menor que o custo de oportunidade dos ativos, ou seja, a soma dos valores que poderiam ser realizados se os ativos fossem vendidos de forma separada (Jensen & Meckling, 1976).

Segundo Miglo (2016) existe dois tipos de custos de falência, os diretos e os indiretos. Os custos diretos correspondem aos custos associados ao processo de falência da empresa como os honorários pagos aos advogados, liquidatários e outros agentes envolvidos na venda dos ativos e na redistribuição dos lucros das empresas falidas. Os custos indiretos são custos incorridos enquanto a empresa ainda está em operação e decorrem de uma falta generalizada de confiança das partes interessadas na empresa que incluem perda de clientes por rutura de fornecimento/assistência, quebra de fornecimento por parte dos fornecedores em que estes podem exigir caixa ou reduzir o valor de crédito, perda da reputação e de funcionários.

Os custos de falência provocam um aumento do custo do recurso à dívida como forma de financiamento, fazendo com que os empréstimos sejam cada vez mais caros pelo que, os envolvidos devem prever tais custos implicando assim, uma potencial perda de receita. Desta forma, empresas com dívidas incertas e custos de falência tem menor valor do que as empresas não alavancadas, o que significa que em um mercado com imperfeição sob a forma de custos de falência, a estrutura de capital ideal é a financiada completamente por recursos próprios (Miglo, 2016).

Jensen e Meckling (1976) defendem que a existência de custos positivos atribuídos à falência e à presença de subsídios fiscais em pagamentos de juros invalida o teorema de irrelevância Modigliani e Miller, porque a distribuição de probabilidade de fluxos de caixa futuros muda à medida que a probabilidade de incorrer os custos de falência muda, ou seja, à medida que a proporção de dívida para património aumenta.

1.1.5. Custos de agência

Jensen e Meckling (1976) tiveram um papel crucial para o avanço da teoria de agência ao procurar identificar os fatores positivos bem como os efeitos negativos da mesma, nomeando como protagonistas dessa relação o “principal” e o “agente”. A estrutura principal/agente aplica-se sempre que uma das

partes (o agente) é admitido pela outra parte (o principal) para tomar decisões que afetam o retorno do principal. Sendo assim o agente é a pessoa indicada pelo principal para cumprir determinada tarefa/atividade mediante alguma contrapartida inicialmente estabelecidas (Jensen & Meckling, 1976).

Para Eisenhardt (1989), os problemas da agência ocorrem quando os intervenientes principal/agente possuem interesses diferentes ou tenham diferentes percepções e atitudes perante situações de risco. Cada parte interessada age de forma individual tendo em vista a maximização da sua utilidade pessoal, o que pode causar prejuízos financeiros aos acionistas, redução do valor da empresa ou mesmo a perda da sua propriedade. Jensen e Meckling (1976) definem os custos da agência como a soma da perda de riqueza e de oportunidade causada pelo impacto da dívida nas decisões de investimento da empresa, os gastos de monitoramento e vinculação pelos detentores de títulos e o proprietário-gerente, os custos de falência e reorganização.

Sendo o foco dessa teoria da agência a relação entre o principal e o agente, e estando este na posse das informações mais significativas da empresa, o ponto mais importante é a dificuldade de “monitorar” o esforço dos envolvidos nesse contrato o que ocasiona problemas na sua elaboração. Este tipo de relação coloca em questão o problema de assimetria de informações entre o principal e o agente, em que este possui informações valiosas sobre o projeto que não está disponível para o mercado pelo que se essa informação fosse revelada ao mercado sem ambiguidade seria possível distinguir um projeto lucrativo de outro projeto menos rentável (Barnea et al., 1981). Isto não implica que a gestão tenha melhores ou mais informações do que o mercado, mas que possui algumas informações indisponíveis para o mercado, sem as quais o mercado não pode identificar a verdadeira natureza do projeto antes de ser realizado. No entanto, é impossível para o principal a custo zero garantir que o agente tome decisões ótimas e sem interesse próprio, os custos da agência são tão reais como quaisquer outros custos (Jensen & Meckling, 1976). Essa assimetria pode ser resolvida, a um custo, através de vários "mecanismos de sinalização" (Chittenden, Hall, & Hutchinson, 1996).

1.1.6. Teoria Pecking Order

A teoria *Pecking Order* (POT), também conhecida como a teoria da hierarquização das fontes de financiamento, foi criada por Myers e Majluf (1984), entre outros autores. Estes defendem que as empresas optam primeiro por utilizar fundos gerados internamente (autofinanciamento) para financiar um projeto. Em segundo lugar, financiar-se através de dívida (financiamento por terceiros) e, por último, recorrer à emissão de novas ações. De acordo com esta teoria, a estrutura do capital de uma empresa não se baseia no nível ótimo de endividamento que maximiza o valor da empresa, mas da que resulta de decisões ótimas sucessivas acerca das fontes de financiamento a utilizar, de forma hierárquica, tendo como objetivo minimizar os custos provocados pela assimetria de informação (Carvalho, 2016).

Devido à presença de assimetrias de informação, os títulos das empresas podem estar subavaliados ou sobreavaliados pelo mercado. No caso de uma subavaliação a empresa necessita recorrer a aumento de capital para financiar um novo projeto, aumentando assim o seu valor para os acionistas. No caso de uma sobreavaliação, a empresa irá gastar mais do valor que gastaria, caso seus ativos estivessem avaliados de forma justa, fazendo com que se verifique uma diminuição da riqueza dos acionistas (Myers & Majluf, 1984).

A POT explica por que as empresas mais lucrativas tendem a pedir emprestado menos pois eles não precisam de fundos externos. As empresas menos lucrativas emitem dívida porque não têm fundos internos suficientes, sendo a dívida a primeira fonte de financiamento externo na hierarquia (Carvalho, 2016). O capital próprio é emitido apenas como último recurso, quando a capacidade de endividamento está totalmente esgotada, em que os benefícios fiscais da dívida são um efeito de segunda ordem. O rácio da dívida varia quando existe um desequilíbrio entre os fundos internos e as oportunidades reais de investimento (Drobtz & Fix, 2003).

1.1.7. Estudos empíricos

Neste ponto encontra-se um resumo de cinco estudos empíricos realizados sobre a estrutura de capital, em diferentes mercados e com diferentes tipos de amostras.

Elomo (2014) desenvolveu um estudo cujo objetivo era descobrir a relação entre os determinantes da estrutura de capital e o nível de alavancagem das empresas iniciantes na África do Sul. Foi utilizada a metodologia da regressão linear múltipla, pelo método dos mínimos quadrados (OLS), transversal, com base nas informações financeiras contidas na declaração prévia das empresas, de modo a estudar os fatores que afetam as decisões financeiras das empresas não financeiras iniciantes e determinar quais determinantes da estrutura de capital, são relevantes para eles no contexto da África do Sul. A amostra final era composta por 32 empresas iniciantes não financeiras em que a variável dependente (nível de alavancagem das empresas) é medida pelo índice de dívida de curto prazo, índice de dívida de longo prazo e índice de dívida total. As variáveis independentes (determinantes da estrutura de capital) são medidas pela tangibilidade, lucratividade, tamanho da empresa, risco da empresa, oportunidade de crescimento e idade da empresa. Os resultados da análise sugerem que apenas uma característica da empresa, o crescimento variável tem um impacto estatisticamente significativo na dívida de curto prazo.

Constatou-se uma relação negativa entre o índice de dívida de curto prazo e o crescimento, sugerindo que as empresas iniciantes com alta oportunidade de crescimento tendem a usar menos dívida de curto prazo. Apenas o risco variável (risco da empresa) tem um impacto estatisticamente significativo no nível da dívida de longo prazo e no nível total da dívida, respetivamente. Tanto a dívida de longo prazo quanto a dívida total têm uma relação positiva com o risco do negócio. Pode-se então concluir que a

oportunidade de crescimento e o risco do negócio são as mais importantes características da empresa que determina a estrutura de capital das empresas iniciantes no contexto sul-africano (Elomo, 2014).

Köksal e Orman (2014) utilizaram uma amostra com cerca de 9.000 empresas por ano, no período de 1996 a 2009, das quais aproximadamente 2% são empresas de capital aberto. Esta amostra inclui quase todas as grandes empresas da Turquia, bem como um grande número de pequenas, médias e microempresas. O modelo empírico utilizado foi o de dados em painel de efeitos fixos. Estes concluíram que a TOT fornece uma melhor descrição das estruturas de capital de todos os tipos de empresas mais do que a POT, além disso, a TOT demonstra ser mais adequada para entender as opções de financiamento de grandes empresas privadas no setor não industrial e quando o ambiente económico é relativamente estável. Por outro lado, a POT é mais útil quando se trata de pequenas empresas de manufatura de capital aberto, especialmente quando o ambiente económico é relativamente instável.

Foi investigado ainda a influência na alavancagem de quatro tipos amplos de variáveis: específicas da empresa, relacionadas com impostos, específicas da indústria e macroeconómicas, tendo concluído que existe evidência que a alavancagem (a curto prazo, a longo prazo e o total) está correlacionada positivamente com o tamanho da empresa, potenciais proteções fiscais, índices médios de dívida da indústria e inflação, e correlacionada negativamente com a rentabilidade, risco de negócio e crescimento real do produto interno bruto (PIB).

Serrasqueiro e Caetano (2015), com base numa amostra de 55 pequenas e médias empresas (PME) localizadas na região interior de Portugal no período 1998-2005, utilizando como metodologia o modelo de dados em painéis, testaram se as decisões de estrutura de capital das PME estariam mais próximas dos pressupostos da TOT ou dos da POT. Por um lado, as PME fazem um ajuste considerável de sua dívida real em direção ao nível ótimo de dívida e o tamanho contribui para o aumento do recurso à dívida. As evidências empíricas obtidas permitem concluir que a TOT e a POT não são mutuamente exclusivas na explicação das decisões de estrutura de capital das PME. As PME mais lucrativas e mais antigas recorrem menos a dívidas, o que confirma as previsões da POT. As PME, com maior dimensão, recorrem mais a dívidas, comprovando as previsões da TOT e da POT. Além disso, as PME ajustam visivelmente seu nível atual de dívida em relação ao índice ótimo de dívida, o que confirma o que é previsto pela TOT. Os resultados sugerem que as PME mais jovens e mais pequenas da Região da Beira Interior devem ser objeto de apoio ao financiamento público, quando o financiamento interno é claramente insuficiente para financiar as atividades dessas empresas (Serrasqueiro & Caetano, 2015).

O estudo de Lourenço e Oliveira (2017) teve como objetivo testar o poder explicativo dos determinantes da dívida, e sua validade, que têm sido mais estudados na literatura financeira, nomeadamente dimensão, crescimento, risco comercial, rentabilidade, tangibilidade e os outros benefícios fiscais, de acordo com as teorias da estrutura de capital, nas empresas do distrito de Santarém. A amostra contém dados financeiros de 6184 empresas não financeiras para o período de 2008 a 2012. A estratégia de

pesquisa adotada é baseada em um estudo longitudinal, com análise de dados em painel, utilizando dados secundários e o tipo de pesquisa correlacional/explicativa. Os resultados indicam que as empresas do distrito de Santarém, em Portugal, têm um alto nível de dívida, usando principalmente dívida de curto prazo, em que o crescimento e a rentabilidade provaram ser determinantes da dívida, confirmando a POT. Os determinantes da estrutura de capital das empresas no distrito de Santarém com maior influência no endividamento são: dimensão, crescimento e rentabilidade. A influência da tangibilidade e do risco do negócio depende da medida usada. Os benefícios fiscais não relacionados com a dívida simplesmente não são capazes de influenciar o nível de endividamento das empresas.

Concluíram ainda que o crescimento e rentabilidade das variáveis são as que apresentam forte evidência estatística de estarem relacionadas com a dívida. O aumento do número de trabalhadores causa aumento da dívida total e de médio e longo prazo. O sinal negativo obtido pela dimensão medida pelo logaritmo do ativo líquido total pode indicar que quanto menor a empresa, menor o uso de dívida e que quando a rotatividade aumenta, a dívida total aumenta. A taxa de crescimento de ativos influencia positivamente a relação com a dívida, o risco de negócios tem uma influência negativa para a dívida total e a curto prazo, medida pelo desvio padrão da rotatividade (Lourenço & Oliveira, 2017).

Ahmad, Ali e Iqbal (2019) estudaram os fatores determinantes da estrutura de capitais nas multinacionais que operam no Paquistão sob a forma de licenciamento, franquia, subsidiária ou *joint venture* internacional. As empresas foram classificadas com base no número de países em que operam, em que uma lista de empresas multinacionais foi obtida da Comissão de Valores Mobiliários do Paquistão (SECP). A amostra inclui 33 empresas listadas na bolsa de valores de Karachi. Essas empresas operam principalmente como subsidiárias ou *joint ventures* internacionais. Foi construído um painel de dados para o período 2005-2017, em que os resultados sugerem que, além dos determinantes tradicionais, como rentabilidade, tangibilidade, tamanho, os fatores específicos, como risco político, risco de taxa de câmbio, custos de agência e custos de falência são relevantes para a decisão da estrutura de capital multinacional. Concluíram, com este estudo, que as empresas lucrativas têm menos influência, que empresas maiores, as empresas que possuem mais ativos fixos tendem a ter mais influência, os outros benefícios fiscais não têm impacto na alavancagem das multinacionais. Estas têm mais custos de agência e, portanto, menos alavancagem. Os custos de falência tendem a ter impacto na alavancagem das multinacionais e o risco político não afeta a alavancagem (Ahmad, et al, 2019).

1.2. Determinantes da Estrutura de Capital

Os determinantes a apresentar neste capítulo, têm como base as teorias estudadas no capítulo anterior que afetam as decisões da estrutura de capital, tais como a tangibilidade dos ativos, os outros benefícios fiscais não associados à dívida, as oportunidades de crescimento, a rentabilidade, e a dimensão da empresa.

1.2.1. Tangibilidade dos ativos

Titman e Wessels (1988) e Rajan e Zingales (1995) argumentam que a tangibilidade dos ativos é um fator importante para a alavancagem. A TOT prevê uma relação positiva entre alavancagem e tangibilidade, isso porque as empresas com mais volume de ativos fixos tangíveis oferecem melhores garantias, obtêm financiamentos a custos reduzidos e conseqüentemente tendem a possuir maior capacidade de endividamento, sobretudo, a longo prazo (Acaravci, 2015; Frank & Goyal, 2003; Bradley, Jarrell & Kim, 1984; Titman & Wessels, 1988). Harris e Raviv (1991) acrescentam ainda que, os ativos tangíveis reduzem os custos financeiros de financiamento, dado que têm capacidade para suportarem mais dívida comparativamente aos ativos intangíveis, uma vez que apresentam melhores garantias quando as empresas entram em dificuldades financeiras conseguindo, deste modo, proteger os direitos dos *stakeholders*.

A POT prevê uma relação positiva entre tangibilidade e alavancagem de ativos, considerando que quanto maior a tangibilidade maior são as hipóteses de mitigar os problemas de assimetria de informações entre gerentes / proprietários e credores (Michaelas et al., 1999, citados por Serrasqueiro e Gaetano, 2015; Myers, 1984). A tangibilidade dos ativos é calculada através do rácio entre os Ativos fixos tangíveis (AFT) e o ativo total da empresa no mesmo ano (Perobelli & Famá, 2003; Titman & Wessels, 1988).

1.2.2. Outros benefícios fiscais

DeAngelo e Masulis, (1980) foram dos primeiros autores a introduzir formalmente o conceito de benefícios fiscais sem dívida à literatura. Os benefícios consistem em deduções das depreciações e amortizações, provisões e créditos tributários de investimento, pelo que, esses benefícios podem substituir o papel das poupanças fiscais permitidas pela dívida.

A TOT prevê uma relação negativa entre os outros benefícios fiscais com a alavancagem, em que as empresas com elevados níveis de benefícios fiscais não associados à dívida preferem ter níveis mais baixos de dívida em relação às empresas com baixos níveis desses benefícios fiscais (DeAngelo & Masulis, 1980). Segundo Myers (1977), se for levado em consideração que a dívida origina o pagamento de juros, e estes, são dedutíveis para efeitos fiscais, isso faz com que a empresa tenha uma poupança fiscal. Como é previsto na TOT, as empresas recorrem predominantemente ao endividamento quando as taxas são mais elevadas, como forma de usufruir estes benefícios.

Titman e Wessels (1988), realçam que as deduções fiscais relacionadas com a depreciação e amortização, assim como os créditos fiscais de investimentos, são substitutos para o benefício fiscal do endividamento, portanto, empresas com uns elevados benefícios fiscais não associados à dívida tendem a ser menos endividadas.

Esta variável obtém-se através do rácio entre a soma das amortizações e das provisões e o ativo total da empresa no mesmo exercício económico (DeAngelo & Masulis, 1980; Titman & Wessels, 1988).

1.2.3. Oportunidades de crescimento

As oportunidades de crescimento podem ser consideradas ativos que agregam valor a uma empresa, mas não podem ser garantidos e não estão sujeitos a receita tributável. A TOT prevê que as empresas com mais oportunidades de investimento têm menos alavancagem porque têm incentivos mais fortes para evitar o subinvestimento e a substituição de ativos que podem surgir de conflitos de agência de acionistas e obrigacionistas (Myers, 1977). Myers (1977), demonstra que o problema do subinvestimento torna-se mais sagaz em empresas com altos níveis de oportunidades de crescimento, em que essas empresas enfrentam dificuldades na obtenção de dívida porque os custos esperados das dificuldades financeiras são maiores para elas. As empresas com maiores oportunidades de crescimento têm um nível de dívida menor. Além disso, de acordo com a TOT, as oportunidades de crescimento não têm valor em caso de falência, portanto, os custos de falência associados ao recurso à dívida são maiores em empresas com altas oportunidades de crescimento. Deste modo, a TOT prevê uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento e a alavancagem (Acaravci, 2015; Titman & Wessels, 1988).

Por outro lado, a POT sugere uma relação positiva entre a alavancagem e o crescimento, em que as empresas com mais oportunidades de crescimento necessitam de maior endividamento para financiar seus constantes investimentos dado que o financiamento interno são insuficientes (Frank & Goyal, 2009; Ross, 1977)

O determinante oportunidade de crescimento é obtido pelo rácio da variação do ativo total da empresa e o ativo total, num dado momento, obtendo assim a taxa de crescimento da empresa (Chittenden et al., 1996).

1.2.4. Rendibilidade

Na TOT, as empresas mais lucrativas têm maior alavancagem porque têm mais receita para se proteger contra impostos e são mais capazes de cumprir suas responsabilidades, em relação ao reembolso da dívida e dos juros pois quanto melhor forem os indicadores da rendibilidade da empresa ao longo dos anos melhor tende a ser o seu acesso a melhores opções de crédito, o que contribui para uma menor probabilidade de falência (Acaravci, 2015). A TOT indica uma relação positiva entre rendibilidade e alavancagem da empresa, isso ocorre porque o risco de inadimplência é menor e as proteções fiscais de juros da dívida são mais valiosas para empresas lucrativas.

Note-se que de acordo com a TOT, os custos de agência, impostos e custos de falência impulsionam mais as empresas lucrativas em direção à maior alavancagem em que os custos esperados de falência diminuem quando a rentabilidade aumenta. Em segundo lugar, as dedutibilidades dos pagamentos de juros fazem as empresas mais lucrativas a financiarem com dívidas. Por fim, nos modelos de agência a maior alavancagem ajuda a controlar os problemas das agências, pressionando os gestores a pagar mais (Serrasqueiro & Caetano, 2015).

A POT, por outro lado, prevê uma relação inversa entre a rentabilidade e o nível da dívida (ou seja, uma relação negativa entre alavancagem e rentabilidade), maiores ganhos devem resultar em menos alavancagem, ou seja empresas mais lucrativas financiam seus investimentos com fundos internos e só passam a recorrer a financiamentos por terceiros quando os fundos internos forem insuficientes e, por fim, só recorrem a emissão de novo capital em última alternativa por causa dos custos associados a emissões de novas ações na presença de assimetrias de informação (Serrasqueiro & Caetano, 2015). As empresas lucrativas podem usar os lucros para financiar oportunidades de investimento, de acordo com a POT, pelo que têm menos necessidade de dívida externa (Chittenden et al., 1996; Leland, 1998; Ross, 1977). Nesse sentido, ainda de acordo com a POT, a dívida aumenta quando o investimento excede os lucros retidos e diminui quando o investimento é menor do que os lucros retidos. Assim prevê-se que a alavancagem seja maior para empresas com mais oportunidades de investimento (Serrasqueiro & Caetano, 2015; Myers, 1984; Rajan & Zingales, 1995).

A variável da rentabilidade é calculada através do rácio dos resultados líquidos do período sobre o ativo total da empresa (Oliveira, Soares, & Camargos, 2012; Titman & Wessels, 1988; Zoppa & McMahon, 2002).

1.2.5. Dimensão

Muitos são os autores (*v.g.* Serrasqueiro & Caetano, 2015; Sun, Ding, Guo, & Li, 2016, entre outros) que propõem que o índice de alavancagem pode estar relacionado a dimensão da empresa. A TOT prevê que as empresas maiores tendem a ser mais diversificadas, menos arriscadas e menos propensas à falência (Acaravci, 2015). Köksal e Orman (2014) acrescentam ainda que, quanto maior a empresa, mais fácil tende a ser o acesso a linhas de crédito mais baratas, aumentando o endividamento. A TOT prevê uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a alavancagem, isso porque as empresas maiores são mais diversificadas e possuem menor risco de inadimplência. Assim, a TOT prevê uma relação inversa entre a dimensão e a probabilidade de falência, ou seja, uma relação positiva entre dimensão e alavancagem.

A POT, por outro lado, prevê uma relação negativa, uma vez que as grandes empresas enfrentam seleção adversa e podem emitir mais facilmente o património em comparação com as pequenas empresas e também por darem uma maior preferência ao capital próprio ao invés da dívida (Chittenden

et al., 1996). Na mesma linha, (Titman & Wessels, 1988) argumentam que firmas maiores tendem a ser mais diversificadas e falham com menos frequência. As grandes empresas são observadas mais de perto pelos analistas e, portanto, devem ser mais capazes de emitir informações mais sensíveis ao patrimônio, e ter menor endividamento.

Barnea et al., (1981) argumentam que os problemas da agência tendem a ser mais graves sempre que o nível de informação assimétrica for maior. Problemas de assimetria de informação e o risco moral serão maiores para as pequenas empresas, devido à falta de divulgação financeira e à sua natureza gerida pelo proprietário. Portanto, os credores não estarão dispostos a emprestar a longo prazo para pequenas empresas em termos favoráveis.

A dimensão da empresa é obtida pelo logaritmo do ativo total da empresa de modo a verificar se existe uma linearidade com o endividamento (Rajan & Zingales, 1995).

1.2.6. Idade

A idade é um determinante que influencia o financiamento, uma vez que pode refletir a reputação da empresa em cumprir com as suas obrigações (Diamond, 1989). Quanto maior a maturidade da empresa maior é o seu prestígio no mercado, o que favorece o acesso ao recurso a financiamento externo, transmitindo assim confiança ao mercado, pelo que existe menos assimetria de informação e menos probabilidade de falência. A variável idade prevê assim um efeito positivo sobre a estrutura de capital, uma vez que, com o passar dos anos a empresa aumenta a sua capacidade de liquidez (Diamond, 1989; Zhang, 2010; Chittenden et al., 1996).

Para MM (1963) a TOT prevê a possibilidade de a empresa tentar aumentar a proporção da dívida da estrutura de capital de modo a aproveitar dos benefícios fiscais da dívida, assim o esforço acumulado de financiamento através do endividamento aumentará com a maturidade da empresa, portanto a idade encontra-se positivamente relacionada com o endividamento (Zhang, 2010; Diamond, 1989).

Ao contrário, Myers (1984) prevê uma relação negativa entre a idade e o endividamento baseando-se nos pressupostos da POT em que as empresas com mais idade tendem primeiramente a se financiar internamente ao invés de recorrer à dívida. Jensen e Meckling (1976) preveem um possível risco de ocorrer custos de agências, pelo que empresas com mais maturidade tendem a ter mais reservas de capital e mais capital interno disponível em que o agente poderia beneficiar de tais excedentes para proveito próprio.

A variável idade é calculada pelo logaritmo dos anos de existência da empresa para verificar se existe uma relação linear dos anos da empresa com o endividamento (Diamond & Verrecchia, 1991).

2. Desenho do estudo empírico

Neste capítulo será apresentado o objetivo global do presente estudo e serão formuladas as hipóteses de investigação com base nas informações já analisadas do capítulo 1. De seguida será apresentado a base de dados e feita uma caracterização da amostra, a descrição dos métodos de tratamento de dados e por fim será apresentado o modelo de análise bem como a caracterização das variáveis.

2.1. Objetivo de estudo e hipóteses de investigação

O objetivo global do presente estudo, reside em analisar como as empresas em Cabo Verde são financiadas, procurando as relações existentes entre o grau de endividamento com os respetivos determinantes de estrutura de capital anteriormente analisadas tendo por base a POT e a TOT.

As hipóteses de investigação foram formuladas tendo por base a revisão de literatura anteriormente apresentada. Tais hipóteses envolvem seis fatores que são determinantes na estrutura de capital das empresas: a tangibilidade dos ativos, os outros benefícios fiscais, as oportunidades de crescimento, a rendibilidade e dimensão e a idade.

Muitos são os autores que defendem a tangibilidade dos ativos como um fator determinante da estrutura de capital. Tanto a TOT defendida por Harris e Raviv (1991); Acaravci (2015); Frank e Goyal (2003); Bradley, Jarrell & Kim 1984); Titman e Wessels (1988); como a POT, como referem Michaelas et al.,

1999 (citados por Sun, Ding, Michael, & Li, 2016); ou Myers (1984) preveem uma relação positiva entre a tangibilidade e o endividamento. Deste modo definiu-se a seguinte hipótese:

H1: A tangibilidade está positivamente relacionada com o endividamento;

Tendo em consideração os estudos anteriormente realizados prevê-se uma relação negativa entre os outros benefícios fiscais (OBF) com o endividamento (DeAngelo & Masulis, 1980; Myers, 1977; Titman & Wessels, 1988). Assim sendo, a segunda hipótese definida foi a seguinte:

H2: Os Outros Benefícios fiscais estão negativamente relacionado com o endividamento;

A TOT prevê uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento e a alavancagem (Acaravci, 2015; Titman & Wessels, 1988), em contrapartida a POT prevê uma relação positiva entre essas variáveis (Frank & Goyal, 2009; Ross, 1977).

H3a (TOT): As Oportunidades de Crescimento estão negativamente relacionadas com o endividamento;

H3b (POT): As Oportunidades de Crescimento estão positivamente relacionado com o endividamento;

Os autores Chittenden et al. (1996); Leland, Pyle e Brealey (1977); Ross (1977), baseando-se na TOT, defendem que a relação entre a rendibilidade e o endividamento é negativa. Enquanto que para a POT essa relação entre ambas a variável é positiva (Serrasqueiro & Caetano, 2015; Myers, 1977; Rajan & Zingales, 1995).

H4a (TOT): A Rendibilidade está negativamente relacionada como o endividamento;

H4b (POT): A Rendibilidade está positivamente relacionada como o endividamento;

A TOT prevê uma relação positiva entre a dimensão e o endividamento (Acaravci, 2015; Köksal e Orman 2014) enquanto que para a POT a relação é negativa (Chittenden et al., 1996).

H5a (TOT): A Dimensão está positivamente relacionada com o endividamento;

H5b (POT): A Dimensão está negativamente relacionada com o endividamento;

Com base na revisão de literatura anterior, pode-se constatar que para a TOT existe uma positiva entre a variável idade e o endividamento (Zhang, 2010; Diamond, 1989), para Myers e Majluf (1984) baseando-se na POT a relação entre as variáveis é negativa.

H6a (TOT): A idade está positivamente relacionada com o endividamento;

H6b (POT): A idade está negativamente relacionada com o endividamento;

2.2. Base de dados, amostra e descrição dos métodos de tratamento de dados

Para a realização do presente estudo, foi selecionada uma amostra com um total de 31 empresas de pequena, média e grande dimensão, pertencentes às diferentes classes de atividades económicas do mercado de Cabo Verde num período de 2012 a 2017. A maior parte dos dados foram facultados por empresas de contabilidades, outros foram extraídos do site do ministério das finanças de Cabo Verde, bem como do Banco de Cabo Verde.

Foram recolhidas as demonstrações financeiras (balanço e demonstração de resultados) e outros elementos extracontabilísticos, necessárias para se construir as variáveis a analisar, nomeadamente os ativos fixos tangíveis (ATF), ativos intangíveis, ativos correntes e não correntes, passivos correntes e não correntes, o capital próprio, resultados líquidos do período, o valor das vendas ou prestações de serviços, provisões e as respetivas amortizações de modo a ser possível calcular os rácios necessários para o respetivo estudo. Do relatório de gestão foi possível saber a classificação de atividade económica (CAE) de cada empresa, bem como o número de colaboradores, o número de identificação fiscal (NIF), o ano de constituição e a localização das empresas. A maior parte das empresas estão sediadas na ilha de Santiago, na capital do país.

Os dados se encontram na moeda transacionada em Cabo Verde, os escudos Cabo-verdianos (CVE). Para cada ano em estudo recolheu-se a taxa de inflação e o produto interno bruto (PIB) registado a cada ano a partir da *webpage* do Banco de Cabo Verde.

Após a construção da base de dados deu-se início ao tratamento e análise dos mesmos os quais foram analisados com recurso ao software IBM SPSS *Statistics* versão 24.

2.3. Modelo de análise e descrição das variáveis

O modelo geral a ser usado está expresso na equação 1:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k + \varepsilon_i, (i=1, 2, \dots, n) \quad (1)$$

Onde,

Y_i : Variável dependente (endividamento total)

X_1, X_2, \dots, X_k : são as variáveis independentes apresentadas na tabela 1 abaixo;

β_0 : é o coeficiente de interceção;

β_k : é o declive parcial das variáveis independentes ($k=1, \dots, n$);

ε_i : erro aleatório.

Após a recolha da informação procedeu-se ao seu tratamento e análise da estatística descritiva, de forma a medir os conceitos, estabelecer causalidade e criar associações entre as variáveis. Uma vez que são consideradas distintas variáveis explicativas, ou variáveis independentes, utiliza-se a regressão linear múltipla (Rodrigues, 2012), pelo método dos mínimos quadrados.

A estrutura de capital de uma empresa, por norma, é representada pelo rácio do endividamento. Assim, a variável dependente endividamento total (ET) é calculada através do rácio do total do passivo da empresa sobre o total dos ativos no mesmo ano (Bradley, 1984). Este rácio retrata a forma como o capital alheio contribui no financiamento da empresa (Titman & Wessels, 1988). A equação (2) apresenta a fórmula de cálculo da variável dependente, endividamento total.

$$ET = \frac{PT}{AT} \quad (2)$$

Onde, ET - Endividamento Total; PT - Passivo Total; AT - Ativo Total

De acordo com a revisão de literatura anteriormente realizada e com as hipóteses já estabelecidas, encontra-se na Tabela 1 um resumo das variáveis independentes, com as respetivas fórmulas de cálculos, de acordo com as características da amostra em estudo.

Tabela 1: Variáveis independentes do modelo (determinantes da estrutura de capital)

Variáveis Independentes	Abreviaturas	Fórmulas	Hipóteses
Tangibilidade	TANG	$\frac{AFT}{AT}$	H1
Outros Benefícios Fiscais	OBF	$\frac{(Amort + Prov)}{AT}$	H2
Oportunidades de Crescimento	CRES	$\frac{(Ativo_n - Ativo_{n-1})}{Ativo_{n-1}}$	H3
Rendibilidade	REND	$\frac{RLP}{AT}$	H4
Dimensão	DIM	$\ln(AT)$	H5
Idade	IDAD	$\ln(Idade)$	H6

Onde: AFT – Ativos fixos tangíveis; AT- Ativo total; Amort+Prov – Amortizações e provisões; RLP – Resultado líquido do período; ln – logaritmo neperiano; Ativo_n – Ativo total do ano n; Ativo_{n.1} – Ativo total do ano n-1.

3. Apresentação e Análise dos Resultados

Neste ponto irá ser realizado a caracterização macroeconómica e microeconómica de Cabo Verde, a caracterização da amostra, através de medidas estatísticas descritivas e, por fim, a estimação dos modelos de regressão linear múltipla, pelo método dos mínimos quadrados, realizada no SPSS, de modo a testar quais são os determinantes de estrutura de capital das empresas de Cabo Verde.

3.1. Caracterização macroeconómica e microeconómica de Cabo Verde

O arquipélago de Cabo Verde terá sido descoberto no ano de 1460 por navegadores italianos e portugueses. Situadas a 455 Km da costa africana, as 10 ilhas de Cabo Verde estendem-se por cerca de 4033 Km² e foram formadas pela acumulação de rochas, resultantes de erupções sobre as plataformas submarinas (Governo de Cabo Verde, 2019).

Em 1956, Amílcar Cabral criou o Partido Africano para a Independência da Guiné e Cabo Verde (PAIGC), lutando contra o colonialismo e iniciando uma marcha para a independência. A 19 de Dezembro de 1974 foi assinado um acordo entre o PAIGC e Portugal, instaurando-se um governo de transição em Cabo Verde. Este mesmo Governo preparou as eleições para uma Assembleia Nacional Popular que em 5 de julho de 1975 proclamou a independência.

A demarcação cultural em relação a Portugal e a divulgação de ideias nacionalistas conduziram à independência do arquipélago em julho de 1975.

Em 1991, na sequência das primeiras eleições multipartidárias realizadas no país, foi instituída uma democracia parlamentar com todas as instituições de uma democracia moderna. Hoje Cabo Verde é um país com estabilidade e paz social, pelo que goza de crédito junto de governos, empresas e instituições financeiras internacionais (Governo de Cabo Verde, 2019). A alternância de poder é uma qualidade e característica da democracia de Cabo Verde e 2016 marcou um novo ponto de viragem na vida política do país.

A fauna e flora de Cabo Verde tem sido preservada pelas várias reservas e parques naturais existentes no país. Entre as principais espécies de fauna, têm especial importância as aves, nomeadamente a passarinha, o corvo e a corredeira (Governo de Cabo Verde, 2019). Em termos de flora, contam-se 755 espécies vegetais, das quais se 83 endémicas e 224 indígenas. O clima das ilhas mais acidentadas é variado e com alguma pluviosidade. É temperado graças à ação moderadora que o oceano e os ventos alísios exercem sobre a temperatura, sendo que as médias anuais raramente se elevam acima dos 25°C, nunca descendo abaixo dos 20°C (Governo de Cabo Verde, 2019).

Em termos demográficos, a população de Cabo Verde é de cerca de 491 875 habitantes sendo 50.3% do sexo feminino e 49.7% do sexo masculino (INE - Instituto Nacional de Estatística, 2018a). A população de Cabo Verde continua jovem, com cerca de 44,7% com menos de 25 anos, sendo que 26,5% tem menos de 15 anos. A população idosa (65 anos ou mais) representa 6,0% da população total e tem maior peso no meio rural com cerca 8,0%, contra 5,1% no meio urbano, e nos concelhos da Ribeira Brava (11,4%), da Ribeira Grande de Santo Antão (10,9%) e do Paúl (10,2%) (INE - Instituto Nacional de Estatística, 2018b). A taxa de alfabetização, de pessoas de 15 anos ou mais, em 2018, foi de 87,7%, sendo maior no meio urbano (90,9%) do que no meio rural (81,0%). Nota-se diferenças entre os sexos, com os homens a apresentarem uma taxa de alfabetização superior às das mulheres, 92,6% contra 83,0%, respetivamente. A taxa de alfabetização juvenil (15-24 anos) a nível nacional é de 98,5% e nesta faixa etária já se verifica uma equidade de género, rondando os 98% nos rapazes e 99% nas raparigas. No que diz respeito à frequência escolar, os resultados estimam que 7,7% da população de 4 anos ou mais, nunca frequentou um estabelecimento de ensino. Observa-se que o número médio de anos de estudo da população de 4 anos ou mais é de 8,6 anos. Pese embora as mulheres apresentam uma maior percentagem de não frequência escolar, estas tendem a estudar mais anos que os homens. Os resultados apontam para 8,8 anos de estudo entre as mulheres e de 8,5 entre os homens. Vale ressaltar que entre a população de 15- 24 anos, o número médio de anos de estudo é de 9,9 anos (INE, 2018).

Em termos macroeconómicos no que concerne à empregabilidade, em 2018, 3 em cada 10 jovens de 15-34 anos não tinha trabalho e nem estavam a frequentar um estabelecimento de ensino ou formação,

a população empregada foi estimada em 195.000 pessoas, tendo diminuído de 8.775 pessoas face ao ano anterior (INE, 2019). A taxa de emprego / ocupação situou-se em 48,8%, 3,1 % a menos que a taxa registada em 2017 (51,9%), Sal e Boavista continuam a ser os concelhos com maiores taxas de emprego/ocupação 68,8% e 62,6%. A população desempregada em 2018 foi estimada em 27.028 pessoas, tendo diminuído de 1.396 pessoas em relação ao ano 2017. A taxa de desemprego de 2018 situou-se em 12,2%, valor igual ao registado no ano anterior (12,2% em 2017), a taxa de desemprego é maior entre os jovens 15-24 anos (INE, 2019).

No que se refere à inflação como é possível observar na figura em 2012 foi o ano que apresentou uma percentagem positiva mais elevada e em 2016 registou-se a maior percentagem negativa do período em estudo (INE - Instituto Nacional de Estatística, 2019h).

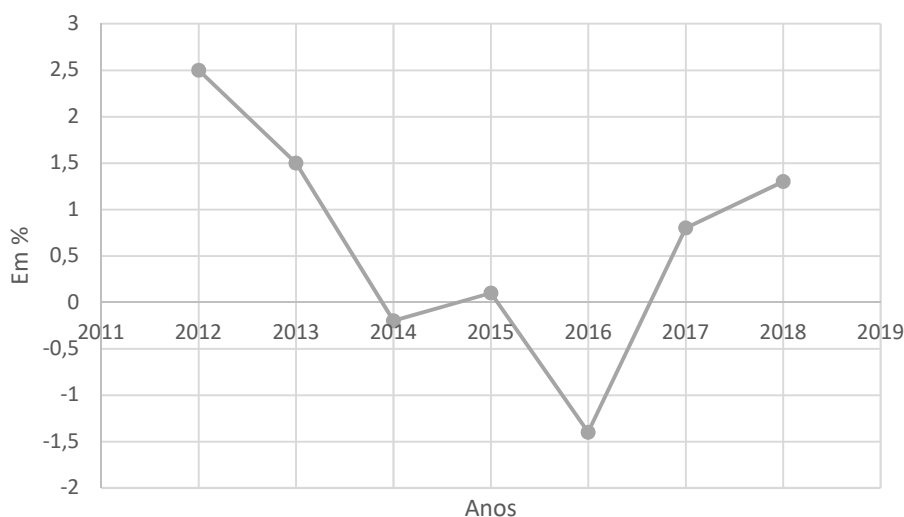


Figura 1: Evolução da taxa de inflação de 2012 a 2018

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da INE 2019

No 2.º trimestre de 2019, o Produto Interno Bruto (PIB) registou, em termos homólogos, um aumento de 6,2% em volume. Esta evolução resultou do maior contributo das despesas do Consumo Privado e das Exportações (INE - Instituto Nacional de Estatística, 2019c). No período em estudo no ano de 2012 foi registado o menor PIB em pontos percentuais positivos, sendo o ano de 2013 o único ano a apresentar percentagem negativas e o ano de 2017 com a maior variação homóloga registada.

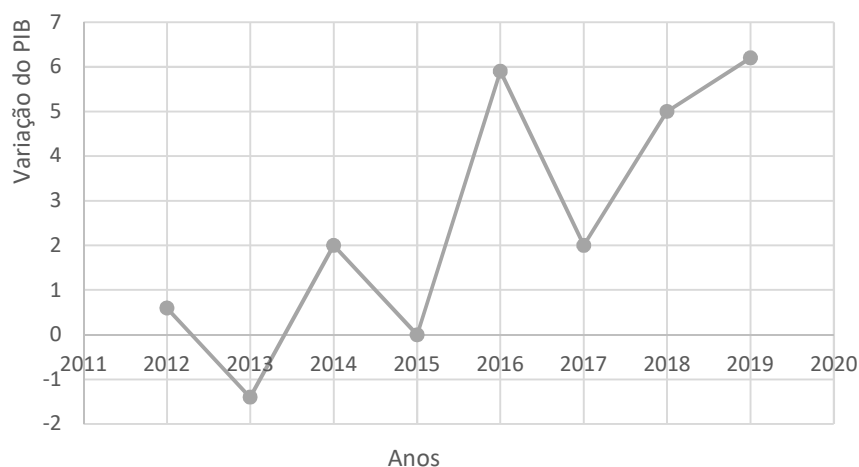


Figura 2: Evolução do produto interno bruto de 2012 a 2018

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da INE 2019

O indicador de clima económico tem demonstrado um crescimento, ao apresentar no primeiro trimestre de deste ano 9%, no segundo trimestre 11% e no terceiro trimestre 12% (INE, 2019c). O índice de confiança do consumidor ao longo do ano de 2019 manteve-se nos 16% para o primeiro e terceiro trimestre e no segundo trimestre registou-se um aumento, alcançando assim os 18% (INE, 2019d).

Segundo os resultados do 2.º trimestre de 2019, o indicador de confiança no consumidor manteve a tendência ascendente dos últimos trimestres, registando o valor mais alto dos últimos vinte e três trimestres consecutivos o que revela o aumentar da confiança das famílias cabo-verdianas. Observa-se uma evolução positiva comparativamente ao trimestre homólogo. Este resultado explica-se basicamente pela apreciação positiva das famílias sobre a sua situação financeira e situação económica o país para os próximos 12 meses relativamente ao trimestre homólogo (INE, 2019). Para as famílias inquiridas, tanto a sua situação económica do seu lar como a situação económica do país evoluíram positivamente relativamente ao trimestre homólogo. O ritmo de crescimento económico acelerou no segundo trimestre 2019, o indicador situa acima da média da série, a conjuntura económica é favorável. Em 2013 a dívida pública externa apresentou o maior valor dentro do parâmetro em estudo (2012 a 2018) tendo os três últimos anos apresentado sempre valores negativos (INE - Instituto Nacional de Estatística, 2019b).

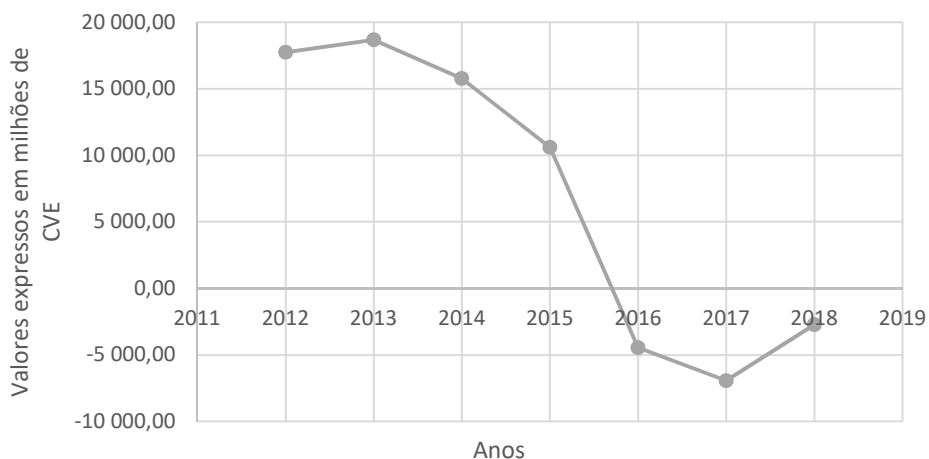


Figura 3: Evolução da dívida pública externa no período de 2012 a 2018

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da INE 2019

Pode se verificar que em 2017, existiam mais de 9800 empresas ativas, tendo-se registado um crescimento de crescimento de 883 empresas em relação a 2013 ano em que se revistou o menor número de empresas ativas, neste período.

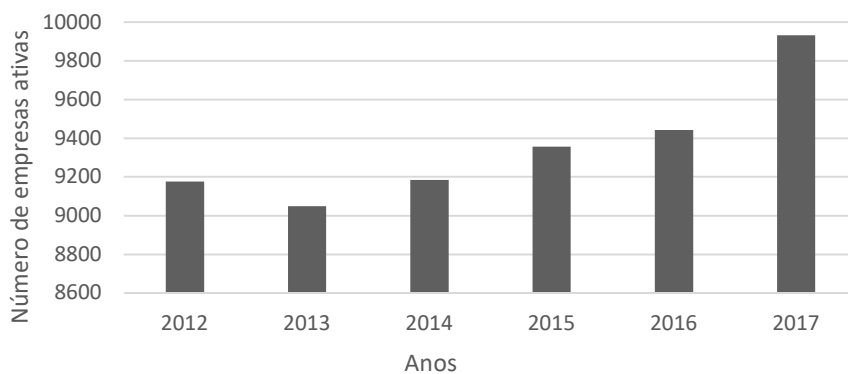


Figura 4: Empresas Ativas em Cabo Verde, de 2012 a 2017

Fonte: elaboração própria com dados da INE 2018

Somente 34.56% das empresas em Cabo Verde detém contabilidade organizada, sendo que 74.57% são empresas individuais, 20.81% sociedades por quotas e 4.63% sociedades anónimas. As empresas estão mais concentradas no setor do comércio (44.3%), em seguida nos setores de alojamento e restauração (15.2%) e indústria e transformadora (9.1%) (INE, 2016). No que concerne à dimensão das empresas 73.8% são pertencentes a micro entidades, 10.2% a pequenas empresas, 13.2% referentes

a médias empresas e por fim os restantes 2.7% distribuídos pelas grandes empresas. As empresas ativas em Cabo Verde empregam uma totalidade de 63 286 pessoas sendo 58.6% homens (INE, 2016).

Segundo os dados do Instituto Nacional de Estatística de Cabo Verde - INE (2019a) referentes ao segundo trimestre de 2019, os principais clientes das exportações de Cabo Verde são a Espanha em 78%, de seguida de Portugal, com 18%, e as restantes estão distribuídas pelos Países Baixos, França, Guiné Bissau entre outros. Os principais produtos exportados são os preparados e conservas em 63.1%, peixes, crustáceos e moluscos em 15.5%, vestuário em 10.8%, 5.1% em calçados, 1.1% em bebidas alcoólicas e 4.5% nos restantes produtos (INE, 2019a).

Quanto às importações, de acordo com os dados do INE (2019a), referentes ao segundo trimestre de 2019, os principais fornecedores são os seguintes: Portugal, com 41.6%; os países Baixos, com 15%; Espanha em 9.7%; China com 4.4% e as restantes importações distribuídos entre Turquia, França, Brasil, Itália, Bélgica e Estados Unidos. Sendo os principais produtos importados os seguintes: 13.4% em combustível, 7.7% reatores a caldeiras, 5.4% em ferro e suas obras, 4.4% em máquinas e motores, os restantes repartidos por veículos e automóveis, cimento, leite, materiais têxteis, óleos e azeites e arroz. Em suma os bens de consumo representam 46.20%, os bens de intermédio representam 28.20%, os bens de capital representam 12.1% e os combustíveis 13.4% (INE, 2019a).

Em Cabo Verde utiliza-se o Sistema de Normalização Contabilística e de Relato Financeiro – SNCRF, criado através do Decreto-Lei nº 5/2008, de 4 de fevereiro. De 1984 até 2008 utilizava-se o Plano Nacional de Contabilidade. A implementação do SNCRF veio harmonizar as normas de contabilidade de Cabo Verde com as normas internacionais, constituindo assim um fator de competitividade e internacionalização da economia Cabo-verdiana (Monteiro & Landim, 2015).

3.2. Caracterização da amostra

A amostra inicial obtida para o presente trabalho era composta por 31 empresas localizadas em Cabo Verde, no período compreendido entre 2012 e 2017. Das 31 empresas, duas foram excluídas da amostra por se encontrarem com situação líquida negativa. Apenas foi possível obter informação sobre a idade de 24 empresas das 31 iniciais, sendo que estas têm idade compreendida entre os 3 e os 45 anos de existência. A sede destas empresas encontram-se distribuídas entre as Ilhas do Sal, Boa Vista, São Vicente e Santiago, sendo a maioria sediada em Santiago, a ilha onde está localizada a capital do país.

Das 31 empresas somente 17 possuem informação contabilística para os 5 anos de estudo, tendo 2 empresas que detêm informação para apenas 1 ano.

Como é possível observar na Tabela 2 foram calculadas as estatísticas descritivas dos principais indicadores económico-financeiro das empresas da amostra, no período de 2012 e 2017,

nomeadamente o ativo total, capital próprio, passivo total, volume de negócio, resultados operacionais e resultados líquidos. O desvio padrão é sempre superior à média em todos os indicadores o que demonstra uma grande volatilidade das variáveis. Em relação ao coeficiente de variação que é resultado do rácio entre o desvio padrão e a média, todos são superiores a 100% tendo o capital próprio chegado em aproximadamente 230%. No que diz respeito aos mínimos os capitais próprios e o resultado líquido são os únicos indicadores a apresentar valores negativos derivados de empresa em situação de falência. Pela análise do 1.º Quartil observa-se que cerca de 25% das empresas da amostra detêm os resultados líquidos negativos em 573 526 CVE. No que concerne à mediana (2.º quartil) até 50% da amostra possui de ativo total os 481 186 876 ECV. As empresas da amostra com melhores resultados líquidos estão situadas no 3.º Quartil que ronda os 186 995 008 ECV.

Tabela 2: Estatísticas descritivas dos principais indicadores económico-financeiros das empresas da amostra, entre 2012 e 2017

	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	1ºQuartil (25%)	2ºQuartil (50%)	3ºQuartil (75%)
Ativo Total	4695879186	6591233952	18657032	18894165000	104685858	481186876	4695879186
Capital Próprio	1073105313	2487738662	-731752000	10066596400	3865885	129667847	1238463500
Passivo Total	3299137471	5240872240	15834353	16966596000	73218267	305343426	3299137471
Volume de Negócio	2687403827	4182352520	9680783	13686960200	43265157	802196766	2687403827
Resultados Operacionais	12843252295	21285491075	37803921	67175684002	207288049	3506235004	12843252295
Resultados Líquidos	129612605	244157026	-48696600	893207000	-573526	20358807	186995008

Nota: Valores expressos em CVE

Fonte: Elaboração própria

3.3. Determinantes da estrutura de capital das empresas cabo verdianas.

Na Tabela 3 apresenta-se as estatísticas descritivas de localização (média) e dispersão (desvio padrão), bem como o número de observações no período em análise relativas à variável dependente e variáveis independentes, com os dados não standardizados, tendo sido excluídas as empresas com a situação líquida negativa pois estas encontram-se em falência técnica, uma vez que os passivos são superiores aos seus ativos. Sendo assim, a amostra inicial passa de cerca de 116 observações para 90.

Pela análise da Tabela 3, pode-se verificar que a média do endividamento total das empresas é de 63,97% (desvio padrão (DP) de 26,19%). Ou seja, as empresas da amostra em estudo recorrem ao endividamento como principal meio de financiamento. No que concerne à análise com base no desvio padrão pode-se verificar que as variáveis rendibilidades, outros benefícios fiscais e oportunidades de crescimento são as variáveis com maior volatilidade pois o desvio padrão é maior que as suas médias

o que já não acontece com as restantes variáveis, o que significa que a sua volatilidade não é considerada.

Tabela 3: Estatísticas Descritivas da variável dependente (endividamento total) e das variáveis independentes (exceto a idade), com dados não estandardizados

	n	Média	Desvio padrão
ENDVT	90	0,6397	0,26192
TANG	90	0,3763	0,26637
OBF	90	0,0488	0,05224
CRESC	89	0,4076	3,5714
REND	90	0,0548	0,08732
DIM	90	8,8563	1,02236
n válido (<i>listwise</i>)	89		

Nota: ENDVT- Endividamento total; TANG -Tangibilidade; OBF- Outros Benefícios Fiscais; CRESC - Crescimento; REND - Rendibilidade; DIM- Dimensão; n – número de observações.

A Tabela 4 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis dependente e independentes (exceto a idade), após a estandardização dos dados. Pode-se verificar que o número de observações passou de 90 para 77, a média do endividamento total situa-se nos 59,56% (DP=112,79%), onde pode-se verificar que diminuiu ligeiramente em relação aos dados sem a estandardização. Os OBF e as oportunidades de crescimento apresentam uma média nula (desvio padrão igual a 1). A dimensão média das empresas é de 20,55, com desvio padrão de 2,34. A Rendibilidade média é de aproximadamente 0,80 com desvio padrão de 40,2, o que representa elevada variabilidade nesta variável.

Tabela 4: Estatísticas descritivas da variável dependente (endividamento total) e das variáveis independentes (exceto a idade), com dados estandardizados.

	n	Média	Desvio padrão
ENDVT	77	0,5956	1,1279
TANG	77	0,1931	3,6425
OBF	77	0	1
CRESC	77	0	1
REND	77	0,7959	40,1995
DIM	77	20,5504	2,3375

Nota: ENDVT- Endividamento total; TANG -Tangibilidade; OBF- Outros Benefícios Fiscais; CRESC - Crescimento; REND - Rendibilidade; DIM- Dimensão; n – número de observações.

A análise de correlação tem como objetivo classificar o nível de associação entre duas variáveis, ou seja, é útil para quantificar a relação entre variáveis quantitativas. O coeficiente de correlação *Pearson*, assume valores compreendidos entre 1 e -1, como referido na Tabela 5 (Rodrigues, 2012).

Tabela 5: Interpretação do coeficiente de correlação de *Pearson*

Coeficiente de correlação	Correlação
$R_{xy} = 1$	Perfeita positiva
$0,8 \leq R_{xy} < 1$	Forte Positiva
$0,5 \leq R_{xy} < 0,8$	Moderada positiva
$0,1 \leq R_{xy} < 0,5$	Fraca Positiva
$0 \leq R_{xy} < 0,1$	Ínfima positiva
0	Nula
$-0,1 \leq R_{xy} < 0$	Ínfima negativa
$-0,5 \leq R_{xy} < -0,1$	Fraca negativa
$-0,8 \leq R_{xy} < -0,5$	Moderada negativa
$-1 \leq R_{xy} < -0,8$	Forte negativa
$R_{xy} = -1$	Perfeita negativa

Fonte: Rodrigues (2012)

A Tabela 6 apresenta a matriz de correlação de *Pearson* onde se pode analisar a correlação entre as variáveis dependente (endividamento total) e as variáveis independentes ou explicativas do endividamento: tangibilidade, outros benefícios fiscais, oportunidades de crescimento, rendibilidade e dimensão. Como é possível observar, o endividamento total está positivamente correlacionado com a tangibilidade. Esta correlação é moderada e estaticamente significativa, para um nível de significância de 5% ($p\text{-value} < 0,001 < \alpha = 0,05$). Este também está positivamente correlacionado com as variáveis: outros benefícios fiscais, oportunidades de crescimento e rendibilidade, mas não são estatisticamente significativas. A variável dimensão é a única que está negativamente correlacionada com o endividamento total, mas não é estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%. A correlação entre as variáveis independentes é inferior a 0,2 (correlação fraca) e não é estatisticamente significativa.

Tabela 6: Matriz de Correlação de Pearson entre a variável dependente (endividamento total) e as variáveis independentes (exceto a idade), com dados estandardizados.

		Z_ENDVT	TANG	OBF	CRESC	REND	DIM
Z_ENDVT	Correl. Pearson	1,000	0,706**	0,015	0,065	0,155	-0,170
	Sig (Bilateral)		<0,001	0,897	0,572	0,177	0,140
	n	77	77	77	77	77	77
TANG	Correl. Pearson	0,706**	1,000	0,010	-0,016	0,167	-0,080
	Sig (Bilateral)	<0,001		0,933	0,887	0,148	0,490
	n	77	77	77	77	77	77
OBF	Correl. Pearson	0,015	0,010	1,000	-0,154	0,140	-0,011
	Sig (Bilateral)	0,897	0,933		0,182	0,226	0,927
	n	77	77	77	77	77	77
CRESC	Correl. Pearson	0,065	-0,016	-0,154	1,000	0,020	0,166
	Sig (Bilateral)	0,572	0,887	0,182		0,864	0,150
	n	77	77	77	77	77	77
REND	Correl. Pearson	0,155	0,167	0,140	0,020	1,000	0,047
	Sig (Bilateral)	0,177	0,148	0,226	0,864		0,686
	n	77	77	77	77	77	77
DIM	Correl. Pearson	-0,170	-0,080	-0,011	0,166	0,047	1,000
	Sig (Bilateral)	0,140	0,490	0,927	0,150	0,686	
	n	77	77	77	77	77	77

Nota: ENDVT- Endividamento total; TANG -Tangibilidade; OBF- Outros Benefícios Fiscais; CRESC - Crescimento; REND - Rendibilidade; DIM- Dimensão; Correl. *Pearson*- coeficiente de correlação de *Pearson*; Sig – nível de significância; n – número de observações; *A correlação é significativa no nível 0,05 (bilateral); ** A correlação é significativa no nível 0,01 (bilateral).

Passando à estimação do modelo de regressão linear múltipla pelo método dos mínimos quadrados ordinários (OLS), tendo como variável dependente o endividamento total, testa-se a validade do modelo e a capacidade explicativa deste. Como se pode verificar o coeficiente de determinação, o R^2 ajustado é 0,490, o que significa que 49% da variável dependente, endividamento total, é explicada pelas variáveis independentes deste modelo (tangibilidade, outros benefícios fiscais, oportunidades de crescimento, rendibilidade e dimensão). Testando a independência dos resíduos (um dos pressupostos do modelo OLS) pelo teste de *Durbin-Watson*, verifica-se que não há correlação serial entre os resíduos consecutivos, ou seja, não há autocorrelação entre os erros, uma vez que $d=1,963$, que é próximo de 2 (ver Tabela 7).

Da análise da ANOVA pode-se concluir que o modelo estimado é altamente significativo, para um nível de significância de 5% ($p\text{-value} < 0,001 < \alpha < 0,05$), ou seja, rejeita-se $H_0: \beta_0 = \beta_1 = \dots = \beta_4 = 0$ (Herdeiro et al., 2019; Marôco, 2011)

Tabela 7: Diagnóstico de multicolinearidade e ANOVA para o modelo de regressão linear, com a variável dependente Endividamento total e sem variável explicativa idade

Modelo	R	R ²	R ² ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
Estatística	0,724 ^a	0,524	0,490	0,80541	1,963
ANOVA		F(5,71)=15,616		Sig < 0,001	

a. Preditores: (Constante), Oportunidade de Crescimento, Z_OBF, Z_Tang, Dim, Z_rend,; Sig – nível de significância.

Passando ao diagnóstico da multicolinearidade, utilizou-se o *Variance Inflation Factor* (VIF) para verificar se as variáveis independentes estão fortemente correlacionadas entre si (Marôco, 2011; Rodrigues, 2012). De acordo com c), dado que os valores do VIF são todos inferiores a 5 (Marôco, 2011), significa que há ausência de problemas de colinearidade nas variáveis independentes (ver Tabela 8).

Tabela 8: Modelo de regressão linear, com a variável dependente Endividamento total e sem variável explicativa idade e diagnóstico de multicolinearidade.

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Erro Padrão	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	0,553	0,092		6,021	<0,001		
TANG	0,214	0,026	0,690	8,275	<0,001	0,964	1,037
OBF	0,019	0,095	0,016	-0,196	0,845	0,956	1,046
CRESC	0,113	0,095	0,100	1,194	0,236	0,948	1,055
REND	0,001	0,002	0,042	0,504	0,615	0,948	1,055
DIM	-0,150	0,094	-0,133	-1,597	0,115	0,963	1,038

Nota: TANG -Tangibilidade; OBF- Outros Benefícios Fiscais; CRESC - Crescimento; REND - Rendibilidade; DIM- Dimensão; t- estatística *t de Student*; Sig – nível de significância; VIF- *Variance Inflation Factor*.

Assim, como se observa na Tabela 8, o modelo de regressão linear múltipla estimado permitiu identificar como preditor significativo a tangibilidade ($\beta=0,690$; $p\text{-value}<0,001$), considerando o nível de significância de 5%, do endividamento total. As restantes variáveis não são estatisticamente significativas apesar de se apresentarem numa relação positiva com a exceção da dimensão, que se apresenta com sinal negativo e não estatisticamente significativo.

O modelo estimado é então representado pela equação 2 a seguir:

$$\widehat{ENDVT} = 0,553 + 0,214 \text{ TANG} + 0,019 \text{ OBF} + 0,113 \text{ CRESC} + 0,001 \text{ REND} - 0,150 \text{ DIM.} \quad (2)$$

(p<0,001) (p<0,001) (p=0,845) (p=0,236) (p=0,615) (p=0,115)

(R²ajustado=0,490)

Tomando agora como variável dependente o endividamento a curto prazo como indicador da estrutura de capital (variável dependente), refaz-se a análise considerando o rácio capital alheio de curto prazo/ativo total, com dados estandardizados.

Como se pode observar na tabela Tabela 9 em que se apresenta a matriz de correlação de *Pearson*, calculada com base no endividamento a curto prazo e as variáveis independentes: tangibilidade, outros benefícios fiscais, oportunidades de crescimento, rendibilidade e dimensão, apenas a tangibilidade ($\rho=0,487$; $p\text{-value} < 0,001$) se apresenta positivamente correlacionada, mas fraca, e estatisticamente significativa. Quanto à correlação entre variáveis independentes, obteve-se resultados idênticos aos já reportados para o endividamento total, estando todas as variáveis correlacionadas entre si, mas com correlação fraca e não estatisticamente significativa.

Tabela 9: Matriz de Correlação de *Pearson* entre a variável dependente (endividamento a curto prazo) e as variáveis independentes (exceto a idade), com dados estandardizados

		Z_ENDV_CP	TANG	OBF	CRESC	REND	DIM
Z_ENDV_CP	Correl. Pearson	1,000	0,487**	-0,107	-0,049	0,003	-0,052
	Sig (Bilateral)		<0,001	0,355	0,672	0,979	0,650
	n	77	77	77	77	77	77
TANG	Correl. Pearson	0,487**	1,000	0,010	-0,016	0,167	-0,080
	Sig (Bilateral)	<0,001		0,933	0,887	0,148	0,490
	n	77	77	77	77	77	77
OBF	Correl. Pearson	-0,107	0,010	1,000	-0,154	0,140	-0,011
	Sig (Bilateral)	0,355	0,933		0,182	0,226	0,927
	n	77	77	77	77	77	77
CRESC	Correl. Pearson	-0,049	-0,016	-0,154	1,000	0,020	0,166
	Sig (Bilateral)	0,672	0,887	0,182		0,864	0,150
	n	77	77	77	77	77	77
REND	Correl. Pearson	0,003	0,167	0,140	0,020	1,000	0,047
	Sig (Bilateral)	0,979	0,148	0,226	0,864		0,686
	n	77	77	77	77	77	77
DIM	Correl. Pearson	-0,052	-0,080	-0,011	0,166	0,047	1,000
	Sig (Bilateral)	0,650	0,490	0,927	0,150	0,686	
	n	77	77	77	77	77	77

Nota: ENDV-CP- Endividamento a curto prazo; TANG -Tangibilidade; OBF- Outros Benefícios Fiscais; CRESC - Crescimento; REND - Rendibilidade; DIM- Dimensão; Correl. *Pearson*- coeficiente de correlação de *Pearson*; Sig – nível de significância; n – número de observações; *A correlação é significativa no nível 0,05 (bilateral); ** A correlação é significativa no nível 0,01 (bilateral).

Analisando os pressupostos do modelo de regressão linear múltipla, pelo método OLS, usando como variável dependente o endividamento de curto prazo, começando pela análise da independência dos resíduos através da estatística de *Durbin-Watson* com base no endividamento a curto prazo, constata-se que como $d = 0,815$, claramente inferior a 2, o que evidencia autocorrelação positiva nos erros, violando o pressuposto da autocorrelação nula.

No que se refere ao poder explicativo do modelo, o coeficiente de determinação $R^2_{ajustado}$ é 0.204, ou seja, 20,4% da variabilidade da variável dependente é explicada pela variabilidade das variáveis independentes. Pelo teste F da ANOVA, como é altamente significativo ($F(5,71) = 4,896$, $p\text{-value} < 0,001 < \alpha = 0,05$), rejeita-se $H_0: \beta_0 = \beta_1 = \dots = \beta_4 = 0$, pode-se assim dizer que pelo menos um dos coeficientes significativamente diferente de zero (ver Tabela 10).

Tabela 10: Diagnóstico de multicolinearidade e ANOVA para o modelo de regressão linear, com a variável dependente Endividamento a curto prazo e sem variável explicativa idade

Modelo	R	R ²	R ² ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
Estatística	0,506 ^a	0,256	0,204	0,92277	0,815
ANOVA		F(5,71)= 4,896		Sig < 0,001	

Nota: ^a Preditores: (Constante), oportunidade de Crescimento (CRESC), outros benefícios fiscais (OBF), tangibilidade (TANG), dimensão (DIM) e, rentabilidade (REND); Sig – nível de significância.

Relativamente ao diagnóstico da multicolinearidade entre as variáveis independentes no modelo de regressão linear múltipla, pelo método OLS, usando como variável dependente o endividamento de curto prazo, através do VIF rejeita-se a hipótese nula de colinearidade (ver Tabela 11).

Em relação aos coeficientes de regressão, como se pode verificar na tabela 11, apenas a tangibilidade se apresenta como estatisticamente significativa e tem coeficiente positivo ($\beta=0,497$; $p\text{-value} < 0,001$), o que se infere que quanto maior a tangibilidade da empresa, maior será o endividamento da empresa, ou seja, há uma relação positiva entre a tangibilidade e a estrutura de capital da empresa.

Tabela 11: Modelo de regressão linear, com a variável dependente Endividamento de curto prazo, sem variável explicativa idade, e diagnóstico de multicolinearidade

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Erro Padrão	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	0,625	0,105		5,937	<0,001		
TANG	0,141	0,030	0,497	4,769	<0,001	0,964	1,037
OBF	-0,115	0,108	-0,112	-1,066	0,290	0,956	1,046
CRESC	-0,058	0,109	-0,057	-0,538	0,592	0,948	1,055
REND	-0,002	0,003	-0,063	-0,599	0,551	0,948	1,055
DIM	-0,002	0,108	-0,002	-0,016	0,957	0,963	1,038

Nota: TANG -Tangibilidade; OBF- Outros Benefícios Fiscais; CRESC - Crescimento; REND - Rentabilidade; DIM- Dimensão; t- estatística *t de Student*; Sig – nível de significância; VIF- *Variance Inflation Factor*.

O modelo de regressão linear resultante (ver Tabela 10 e Tabela 11) é o que se expressa na equação 3:

$$\widehat{ENDV_CP} = 0,625 + 0,141 \text{ TANG} - 0,115 \text{ OBF} - 0,058 \text{ CRESC} - 0,002 \text{ REND} - 0,002 \text{ DIM} \quad (3)$$

(p<0,001) (p<0,001) (p=0,290) (p=0,592) (p=0,551) (p=0,957)

(R²ajustado=0,204)

Tomando agora o endividamento a longo prazo e procedendo à análise da correlação entre as variáveis do modelo através do coeficiente de correlação de *Pearson*, cuja matriz está apresentada na Tabela 12. Como é possível observar não existem correlações de *Pearson* estatisticamente significativas entre o endividamento a longo prazo e as variáveis explicativas em análise. Por este facto não se procede à restante análise pois o modelo de regressão não é estatisticamente significativo (pela ANOVA, $F(5,70)=2,048$, com $p\text{-value}=0,082 > \alpha=0,05$). Esta situação justifica-se pelo facto de as empresas Cabo-Verdianas se financiarem fundamentalmente com recurso ao financiamento a curto prazo (de referir que o coeficiente e correlação de *Pearson* entre o endividamento total e o endividamento de curto prazo é muito forte e estatisticamente significativo, $\rho=0,896$, $p\text{-value} < 0,001$, enquanto que a correlação com o endividamento a longo prazo é fraca e não estatisticamente significativa $\rho=0,032$, $p\text{-value}=0,734$).

Tabela 12: Matriz de Correlação de *Pearson* entre a variável dependente (endividamento a longo prazo) e as variáveis independentes (exceto a idade), com dados estandardizados.

		Z_ENDV_ LP	TANG	OBF	CRESC	REND	DIM
Z_ENDV_ LP	Correl. Pearson	1,000	0,019	-0,061	-0,022	-0,018	0,186
	Sig (Bilateral)		0,872	0,602	0,853	0,878	0,108
	n	76	76	76	76	76	76
TANG	Correl. Pearson	0,019	1,000	0,010	-0,016	0,167	-0,080
	Sig (Bilateral)	0,872		0,933	0,887	0,148	0,490
	n	76	77	77	77	77	77
OBF	Correl. Pearson	-0,061	0,010	1,000	-0,154	0,140	-0,011
	Sig (Bilateral)	0,602	0,933		0,182	0,226	0,927
	n	76	77	77	77	77	77
CRESC	Correl. Pearson	-0,022	-0,016	-0,154	1,000	0,020	0,166
	Sig (Bilateral)	0,853	0,887	0,182		0,864	0,150
	n	76	77	77	77	77	77
REND	Correl. Pearson	-0,018	0,167	0,140	0,020	1,000	0,047
	Sig (Bilateral)	0,878	0,148	0,226	0,864		0,686
	n	76	77	77	77	77	77
DIM	Correl. Pearson	0,186	-0,080	-0,011	0,166	0,047	1,000
	Sig (Bilateral)	0,108	0,490	0,927	0,150	0,686	
	n	76	77	77	77	77	77

Nota: ENDV-LP- Endividamento a longo prazo; TANG -Tangibilidade; OBF- Outros Benefícios Fiscais; CRESC - Crescimento; REND - Rendibilidade; DIM- Dimensão; Correl. *Pearson*- coeficiente de correlação de *Pearson*; Sig – nível de significância; n – número de observações; *A correlação é significativa no nível 0,05 (bilateral); ** A correlação é significativa no nível 0,01 (bilateral).

Aplicado um filtro na amostra para apenas considerar as empresas para as quais se dispunha de todas as informações necessárias para estimar o modelo de regressão linear com todas as variáveis independentes definidas no capítulo do desenho do estudo empírico (além das variáveis independentes que temos vindo a estudar, também a variável idade), tendo a dimensão da amostra se reduzido a 49 observações, pois algumas empresas que não detinham essa variável.

A Tabela 13 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis dependente e independentes incluindo a variável idade. A média do endividamento a curto prazo situa-se nos 60,25% (DP=129,89%). A tangibilidade dos ativos apresenta uma média de valor negativo de 0,0346 (DP=4,5673). A Rendibilidade média é de aproximadamente 0,76 com desvio padrão de 50,58, o que representa elevada variabilidade nesta variável.

Tabela 13: Estatísticas descritivas da variável dependente (endividamento Curto prazo) e das variáveis independentes com a variável idade

	n	Média	Desvio padrão
ENDV-CP	49	0,6025	1,2989
TANG	49	-0,0346	4,5673
OBF	49	0,0743	1,1854
CRESC	49	0,0725	1,2522
REND	49	0,7622	50,5831
DIM	49	0,5584	0,7237
IDAD	49	0,5964	0,7648

Nota: ENDV-CP- Endividamento curto prazo; TANG -Tangibilidade; OBF- Outros Benefícios Fiscais; CRESC - Crescimento; REND - Rendibilidade; DIM- Dimensão; IDAD – Idade; n – número de observações.

No concerne ao endividamento a curto prazo levando em consideração a variável idade e procedendo à análise da correlação entre as variáveis do modelo através do coeficiente de correlação de *Pearson*, cuja matriz está apresentada na Tabela 14. Como se pode observar na Tabela 14 em que se apresenta a matriz de correlação de *Pearson*, calculada com base no endividamento a curto prazo e as variáveis independentes: tangibilidade, outros benefícios fiscais, oportunidades de crescimento, rendibilidade, dimensão e a idade, apenas a tangibilidade ($\rho= 0,484$; $p\text{-value} <0,001$) se apresenta positivamente correlacionada, mas fraca, e estatisticamente significativa. Quanto à correlação entre variáveis independentes, obteve-se resultados idênticos aos já reportados para o endividamento total, estando todas as variáveis correlacionadas entre si, mas com correlação fraca e não estatisticamente significativa.

Tabela 14: Matriz de Correlação de *Pearson* entre a variável dependente (endividamento a curto prazo) e as variáveis independentes (com variável idade a idade), com dados estandardizados

		Z_ENDV_CP	TANG	OBF	CRESC	REND	DIM	IDAD
Z_ENDV_CP	Correl. Pearson	1,000	0,484***	-0,108	-0,043	0,003	-0,009	0,308
	Sig (Bilateral)		<0,001	0,230	0,384	0,491	0,477	0,016
	n	49	49	49	49	49	49	49
TANG	Correl. Pearson	0,484***	1,000	0,018	-0,008	0,167	-0,028	-0,292
	Sig (Bilateral)	<0,001	.	0,452	0,477	0,125	0,426	0,021
	n	49	49	49	49	49	49	49
OBF	Correl. Pearson	-0,108	0,018	1,000	-0,170	0,148	-0,005	0,257
	Sig (Bilateral)	0,230	0,452	.	0,122	0,155	0,487	0,037
	n	49	49	49	49	49	49	49
CRESC	Correl. Pearson	-0,043	-0,008	-0,170	1,000	0,020	0,158	-0,100
	Sig (Bilateral)	0,384	0,477	0,122	.	0,446	0,139	0,246
	n	49	49	49	49	49	49	49
REND	Correl. Pearson	0,003	0,167	0,148	0,020	1,000	0,079	-0,227
	Sig (Bilateral)	0,491	0,125	0,155	0,446	.	0,294	0,058
	n	49	49	49	49	49	49	49
DIM	Correl. Pearson	-0,009	-0,028	-0,005	0,158	0,079	1,000	-0,018
	Sig (Bilateral)	0,477	0,426	0,487	0,139	0,294	.	0,451
	n	49	49	49	49	49	49	49
IDAD	Correl. Pearson	0,308	-0,292	0,257	-0,100	-0,227	-0,018	1,000
	Sig (Bilateral)	0,016	0,021	0,037	0,246	0,058	0,451	.
	n	49	49	49	49	49	49	49

Nota: ENDV-CP- Endividamento a curto prazo; TANG -Tangibilidade; OBF- Outros Benefícios Fiscais; CRESC - Crescimento; REND - Rendibilidade; DIM- Dimensão; IDAD-Idade; Correl. *Pearson*- coeficiente de correlação de *Pearson*; Sig – nível de significância; n – número de observações; *A correlação é significativa no nível 0,05 (bilateral); ** A correlação é significativa no nível 0,01 (bilateral).

Assim, estimou-se o modelo de regressão linear múltipla, pelo método OLS, com a variável dependente endividamento total. Os resultados obtidos estão reportados na Tabela 15 . Começando por analisar a validação dos pressupostos do método OLS, nomeadamente, independência dos erros e multicolinearidade entre as variáveis independentes. Pela análise da estatística de *Durbin-Watson* ($d=1,986$) valida-se a hipótese nula de ausência de autocorrelação entre os resíduos do modelo, ou seja, os resíduos do modelo são independentes. Quanto à multicolinearidade, como se pode observar pelos VIF, todas as variáveis do modelo apresentam-se com VIF inferiores a 5, logo não há problemas de colinearidade entre as variáveis.

Tabela 15: Modelo de regressão linear múltipla, pelo método OLS, com a variável dependente Endividamento total com variável idade

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Erro Padrão	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	0,570	0,229		2,487	0,017		
TANG	0,211	0,035	0,687	6,052	<0,001	0,896	1,116
OBF	0,050	0,137	0,043	0,368	0,715	0,863	1,158
CRESC	0,117	0,124	0,105	0,945	0,350	0,943	1,061
REND	0,001	0,003	0,033	0,292	0,772	0,889	1,125
DIM	-0,153	0,211	-0,079	-0,725	0,473	0,967	1,034
IDADE	-0,062	0,221	-0,034	-0,209	0,781	0,794	1,259
	R	R ²	R ² ajustado	EPEstim.		Durbin-Watson	
Estatística	0,717	0,514	0,445	1,04249		1,986	
ANOVA	F(6,42)= 7,411			Sig <0,001			

Nota: TANG -Tangibilidade; OBF- Outros Benefícios Fiscais; CRESC - Crescimento; REND - Rendibilidade; DIM- Dimensão; IDAD – Idade; t- estatística *t de Student*; Sig – nível de significância; VIF- *Variance Inflation Factor*; EPEstim. - Erro padrão da estimativa.

Da análise da ANOVA, pelo teste F o modelo apresenta-se altamente significativo ($F(6,42) = 7,411$, $p\text{-value} < 0,001 < \alpha = 0,05$), pelo que se rejeita $H_0: \beta_0 = \beta_1 = \dots = \beta_5 = 0$. Pode-se assim dizer que pelo menos um dos coeficientes da regressão é significativamente diferente de zero. No seu conjunto as variáveis explicativas ou independentes conseguem explicar 45,5% (R^2 ajustado=0,455) da variabilidade da variável dependente Endividamento total. Este modelo tem um poder explicativo ligeiramente inferior ao que não considera a idade.

O modelo de regressão linear resultante (ver Tabela 15) é o que se expressa na equação 4:

$$\widehat{ENDVT} = 0,570 + 0,211 \text{ TANG} - 0,050 \text{ OBF} + 0,117 \text{ CRESC} + 0,001 \text{ REND} - 0,153 \text{ DIM} - 0,062 \text{ IDADE.} \quad (4)$$

$(p=0,017) \quad (p<0,001) \quad (p=0,715) \quad (p=0,350) \quad (p=0,772) \quad (p=0,473) \quad (p=0,781)$
 $(R^2\text{ajustado}=0,445)$

Mesmo considerando a idade como variável independente, a tangibilidade continua a ser a única variável independente estatisticamente significativa e apresentando um coeficiente positivo ($\beta=0,687$; $p\text{-value} < 0,001$), pelo que se infere que quanto maior a tangibilidade da empresa, maior será o endividamento da empresa, ou seja, há uma relação positiva entre a tangibilidade e a estrutura de capital da empresa.

Procedeu-se também à estimação do modelo, considerando como variável dependente o endividamento a curto prazo, exibe-se na Tabela 16, os resultados dessa estimação. Tendo em conta a validação dos pressupostos do modelo OLS, constatou-se que os resíduos estão positivamente correlacionados, uma vez que pela estatística de Durbin-Watson ($d= 1,192$) verifica-se que não há correlação serial entre os resíduos consecutivos, ou seja, não há autocorrelação entre os erros, uma vez que $d=1,192$, que é próximo de 2.

Em relação à multicolinearidade, todas as variáveis independentes apresentam VIF inferiores a 5. Assim sendo, no modelo de regressão múltipla da variável “endividamento a curto prazo”, como dependente e as variáveis: tangibilidade, outros benefícios fiscais, oportunidades de crescimento, rendibilidade, dimensão e idade não existem problemas de colinearidade. Este modelo é altamente significativo ($F(6,42) = 7,762$, $p\text{-value} < 0,001 < \alpha = 0,05$), e o conjunto das variáveis do modelo explicam 45,8% ($R^2\text{ajustado} = 0,458$) da variabilidade do endividamento de curto prazo.

Tabela 16: Modelo de regressão linear múltipla, pelo método OLS, com a variável dependente Endividamento a curto prazo com variável idade

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Erro Padrão	Beta			Tolerância	VIF
(Constante)	0,024	0,210		0,113	0,910		
TANG	0,184	0,032	0,648	5,775	<0,001	0,896	1,116
OBF	-0,312	0,125	-0,285	-2,492	0,017	0,863	1,158
CRESC	-0,033	0,114	-0,032	-0,290	0,773	0,943	1,061
REND	0,002	0,003	0,069	0,609	0,546	0,889	1,125
DIM	0,033	0,194	0,018	0,168	0,868	0,967	1,034
IDADE	0,991	0,202	0,584	4,896	<0,001	0,794	1,259
	R	R ²	R ² ajustado	EPEstim.		Durbin-Watson	
Estatística	0,725	0,526	0,458	0,95615		1,192	
ANOVA	F (6,42)= 7,762		Sig <0,001				

Nota: TANG -Tangibilidade; OBF- Outros Benefícios Fiscais; CRESC - Crescimento; REND - Rendibilidade; DIM- Dimensão; IDAD – Idade; t- estatística *t de Student*; Sig – nível de significância; VIF- *Variance Inflation Factor*; EPEstim. - Erro padrão da estimativa.

O modelo estimado, exibido na

Tabela 16, pode ser representado pela equação 5, a seguir,

$$\widehat{ENDV-CP} = 0,024 + 0,184 \text{ TANG} - 0,312 \text{ OBF} - 0,033 \text{ CRESC} + 0,002 \text{ REND} + 0,033 \text{ DIM} + 0,991 \text{ IDADE.} \quad (5)$$

(p=0,910) (p<0,001) (p=0,017) (p=0,773) (p=0,546) (p=0,868) (p<0,001)

(R²ajustado=0,458)

Analisando os coeficientes da regressão, constata-se que a tangibilidade e a de idade das empresas estão positiva e estatisticamente relacionadas com o endividamento de curto prazo ($\beta_{\text{TANG}}=0,174$, $p\text{-value} <0,001$ e $\beta_{\text{idade}}=0,048$, $p\text{-value} <0,001$). Tais resultados indiciam que quantos mais ativos tangíveis as empresas possuem e com mais tempo de atuação no mercado mais endividamento de curto prazo utilizam. Para melhor visualizar os resultados alcançados e descritos neste ponto, na Tabela 17 sumariza-se esses resultados.

Tabela 17: Resumo dos modelos de regressão linear múltipla, pelo método OLS, com diferentes proxies para a estrutura de capital das empresas Cabo-Verdianas

	ENDVT		ENDV-CP		ENDVT		ENDV-CP	
	B	p-value	B	p-value	B	p-value	B	p-value
(Constante)	0,553	<0,001	0,625	<0,001	0,570	0,017	0,024	0,910
TANG	0,214	<0,001	0,141	<0,001	0,211	<0,001	0,184	<0,001
OBF	0,019	0,845	-0,115	0,290	0,050	0,715	-0,312	0,017
CRESC	0,113	0,236	-0,058	0,592	0,117	0,350	-0,033	0,773
REND	0,001	0,615	-0,002	0,551	0,001	0,772	0,002	0,546
DIM	-0,150	0,115	-0,002	0,957	-0,153	0,473	0,033	0,868
IDADE					-0,062	0,781	0,991	<0,001
R ² a	0,490		0,204		0,445		0,458	

Nota: ENDVT - Endividamento Total; ENDV-CP- Endividamento curto prazo; TANG -Tangibilidade; OBF- Outros Benefícios Fiscais; CRESC - Crescimento; REND - Rendibilidade; DIM- Dimensão; IDAD – Idade;

Como se pode visualizar da análise da Tabela 17, a tangibilidade dos ativos das empresas cabo-verdianas é um dos determinantes da sua estrutura de capital, quer se considere o endividamento total quer o endividamento de curto prazo, apresentando-se sempre positiva e estatisticamente significativa. Deste modo, estes resultados permitem validar a hipótese H1. As restantes hipóteses não se podem validar porque os coeficientes não são estatisticamente significativos, com exceção da idade quando a variável dependente é o endividamento de curto prazo em que é possível validar a hipótese H6 a, em consonância com a teoria *trade-off*.

Atendendo aos sinais das restantes variáveis, quando se considera o endividamento total como proxy da estrutura de capital, estes estão em consonância com o comportamento esperado de empresas que seguem a teoria *pecking order*, porém os coeficientes não são estatisticamente significativos como já referido anteriormente, o que apenas levanta indícios de que as empresas cabo-verdianas estarão a seguir os pressupostos da teoria *pecking order* e como tal darão em primeiro lugar preferência ao financiamento por fundos próprios (autofinanciamento) e quando este não for suficiente recorrer ao financiamento externo (capital alheio) e só em última instancia recorrerão à emissão de capital próprio por novas ações (e conseqüentemente entrada de novos acionistas ou sócios).

Conclusões, Limitações e Linhas de Investigação Futuras

A política de estrutura de capital das empresas poderá determinar o seu sucesso quer no curto como no longo prazo. Com este trabalho pretende-se conhecer a estrutura de capital das empresas de Cabo Verde. Ao longo do trabalho foi feita uma breve caracterização de Cabo Verde para se tentar compreender as políticas seguidas pelas empresas no que diz respeito às fontes de financiamento, se seguem a teoria *trade-off* ou a teoria *peking order*. Verifica-se que apenas 35% das empresas possuem contabilidade organizada e só apenas 25% é que estão organizadas sob a forma de sociedade sendo os restantes empresários em nome individual. O comércio é o setor de atividade dominante com 44% das empresas, sendo que a indústria apenas representa 9% do tecido empresarial. O país exporta maioritariamente para Espanha (78%) sendo os preparados de conservas o principal produto exportado (63%).

Através da regressão linear múltipla para a variável dependente endividamento total, levando ou não em consideração a variável independente idade, a variável independente tangibilidade possui coeficiente positivo e estatisticamente significativo. No que concerne ao endividamento a longo prazo, na análise sem a variável idade pode-se concluir que embora não se encontre nenhuma variável estatisticamente significativa há indícios que as empresas com maior dimensão tendem a recorrer mais ao endividamento a longo prazo, de modo geral, levando ou não em consideração a idade das empresas de acordo com a amostra, são poucas as que recorrem à dívida a longo prazo em Cabo Verde.

A curto prazo, incluindo ou não a variável idade na análise, a tangibilidade continua a ser o único determinante estatisticamente significativo (e positivo). A variável idade apenas se mostrou estatisticamente significativa quando a dependente é o investimento de curto prazo e o sinal é positivo pelo que as empresas com mais maturidade tendem a recorrer com mais frequências ao endividamento a curto prazo devido às exigências serem menores do que para dívidas a longo prazo.

A validação da H_1 pode indiciar que as empresas tanto podem seguir a teoria *trade-off* como a teoria *peking order*. No entanto, pelos sinais das variáveis nas diferentes especificações do modelo com a variável dependente endividamento total, existem indícios que as empresas possam seguir a teoria *peking order*. Dadas as características do mercado financeiro de Cabo Verde, associado à tipologia das próprias empresas, poderá evidenciar que as mesmas preferem seguir a teoria *peking order*. Idênticos resultados, embora em empresas e ambiente macroeconómico diferentes, foram obtidos por Lourenço e Oliveira, (2017) ou Matias e Serrasqueiro (2017).

Dado que o número de empresas em estudo é reduzido, este é considerado uma limitação do presente trabalho, que pode ter comprometido a validação das hipóteses e dos modelos em análise. Pretende-se num trabalho futuro aplicar a metodologia a um número maior de empresas e incluir também determinantes macroeconómicos do país e recorrer à metodologia de análise de dados em painel.

Referências

- Acaravci, S. K. (2015). The Determinants of Capital Structure : Evidence from the Turkish Manufacturing Sector Songul. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(1), 158–171.
- Ahmad, M. B., Ali, H. F., & Iqbal, F. (2019). Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of KSE Listed MNCs in Pakistan. *Journal of Accounting Finance and Auditing Studies (JAFAS)*, 5(1), 173–195. <https://doi.org/10.32602/jafas.2019.8>.
- Barnea, A., Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1981). Market Imperfections, Agency Problems, and Capital Structure: A Review. *Financial Management*, 10(3), 7. <https://doi.org/10.2307/3665045>.
- Bradley, Mi., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 39(3), 857–878. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03680.x>.
- Brealey, R., & Myers, S. (2003). *Principles of Corporate Finance* (Seventh edition). Europe: Mcgraw-Hill Education.
- Carvalho, R. M. A. (2016). *Determinantes da estrutura de capital das PME excelência*. ISCTE Business School. Retrieved from <https://repositorio.iscte-iul.pt/handle/10071/13507>.
- Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P. (1996). Small Firm Growth , Access to Capital Markets and Financial Structure : Review of Issues and an Empirical Investigation. *Small Business Economics*, (8), 59–67.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3–29.
- Diamond, D. W. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. *Journal of Political Economy*, 97(4), 828–862. <https://doi.org/10.1086/261630>.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, XLVI(4), 1325–1359. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>.
- Drobetz, W., & Fix, R. (2003). *What are the Determinants of the Capital Structure ? Some Evidence for Switzerland*. (WWZ/Department of Finance, Working Paper No. 4/03). Basel.

- Durand, D. (1952). Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. In U.-N. Bureau (Ed.), *Conference on Research in Business Finance* (pp. 215–262). NBER. Retrieved from <http://www.nber.org/books/univ52-1%0Ahttp://www.nber.org/chapters/c4790>.
- Eisenhardt, K. (1989). *Agency Theory: An Assessment and Review*. *The Academy of Management Review* (Vol. 14). <https://doi.org/10.2307/258191>.
- Elomo, P. N. (2014). Determinants of Capital Structure of Start-Up Firms in South Africa. *University of the Witwatersrand*, pp. 92–101. Retrieved from [http://wiredspace.wits.ac.za/jspui/bitstream/10539/16949/1/Research paper_Paginate FINAL.pdf](http://wiredspace.wits.ac.za/jspui/bitstream/10539/16949/1/Research%20paper_Paginate_FINAL.pdf).
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (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. (2009). Capital Structure Decisions: Factors Are Reliably Important? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1–37. <https://doi.org/10.1017/S0022109014000660>.
- Governo de Cabo Verde. (2019). Governo de Cabo Verde. Retrieved September 28, 2019, from <https://www.governo.cv>.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, XLVI, n. 1(1), 297–355.
- Herdeiro, I., Monte, A. P., & Fernandes, A. B. (2019a). Os determinantes da estrutura de capital no setor da hotelaria em Portugal. Retrieved from http://www.scielo.mec.pt/scielo.php?script=sci_abstract&pid=S1645-44642010000100004&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt%5Cnhttp://www.scielo.gpeari.mctes.pt/scielo.php?pid=S1645-44642010000100004&script=sci_arttext.
- Herdeiro, I., Monte, A. P., & Fernandes, A. B. (2019b). Os determinantes da estrutura de capital no setor da hotelaria em Portugal.
- INE - Instituto Nacional de Estatística. (2018a). Estatísticas das famílias e condições de vida - Inquérito Multi-objectivo Contínuo, 2018.
- INE - Instituto Nacional de Estatística. (2018b). Estatísticas das famílias e condições de vida - Inquérito Multi-objectivo Contínuo, 2018. *INE - Instituto Nacional de Estatística*.
- INE - Instituto Nacional de Estatística. (2019a). Boletim das Estatísticas do comércio externo.
- INE - Instituto Nacional de Estatística. (2019b). Dívida pública externa. Retrieved October 9, 2019, from <http://ine.cv/indicadores/divida-publica-externa-milhoes-cve/>.

- INE - Instituto Nacional de Estatística. (2019c). Evolução do PIB. Retrieved October 8, 2019, from <http://ine.cv/quadros/pib-componentes-trimestrais-1ot-2007-2ot-2019/>.
- INE - Instituto Nacional de Estatística. (2019d). Indicador de clima económico. Retrieved October 10, 2019, from <http://ine.cv/indicadores/indicador-clima-economico-2019/>.
- INE - Instituto Nacional de Estatística. (2019e). Indicadores do mercado de trabalho 2018.
- INE - Instituto Nacional de Estatística. (2019f). Índice de confiança do consumidor. Retrieved October 10, 2019, from <http://ine.cv/indicadores/indicador-confianca-no-consumidor-2019/>.
- INE - Instituto Nacional de Estatística. (2019g). Inquéritos de conjuntura aos operadores económicos II trimestre 2019.
- INE - Instituto Nacional de Estatística. (2019h). Taxa de inflação ao longo dos anos. Retrieved from <http://ine.cv/quadros/taxa-de-inflacao-nacional-1990-a-2015/>.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Finance Economics*, 3, 305–360.
- Köksal, B., & Orman, C. (2014). Determinants of capital structure: evidence from a major developing economy. *Small Business Economics*, 44(2), 255–282. <https://doi.org/10.1007/s11187-014-9597-x>.
- Leland, H. E. (1998). Agency Costs , Risk Management , and Capital Structure, 1–48.
- Lourenço, A. J. S. M., & Oliveira, E. C. (2017). Determinantes del endeudamiento: Evidencia empírica sobre las empresas del distrito de Santarém en Portugal. *Contaduría y Administración*, 62(2), 625–643. <https://doi.org/10.1016/j.cya.2016.06.010>.
- Magalhães, C. A. R. (2012). “ *Determinantes da estrutura de capital das empresas cotadas no PSI- 20* .” Universidade da Beira Interior.
- Marôco, J. (2011). *Análise Estatística com o SPSS Statistics* (5ª Edição).
- Matias, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). Are there reliable determinant factors of capital structure 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>.
- Miglo, A. (2016). *Capital Structure in the Modern World*. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-30713-8>.
- Miranda, A. (2011). *Estrutura de Capitais das PME Portuguesas. Análise do Sector Têxtil em Portugal*. Universidade Católica Portuguesa. Retrieved from

[http://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/17709/1/Trabalho Final Mestrado - Ana Miranda %28355109013%29.pdf](http://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/17709/1/Trabalho%20Final%20Mestrado%20-%20Ana%20Miranda%20-%2028355109013%29.pdf).

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, *XLVIII*(3), 261–280.
- 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>.
- Monteiro, C., & Landim, V. (2015). A Contabilidade em Cabo Verde. *Ordem Profissional de Auditores e Contabilistas Certificados*.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, *5*(2), 147–175. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, *39*(3), 574–592. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, *13*(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Oliveira, G. De, Soares, G., & Camargos, M. A. De. (2012). Determinantes do Rating de Crédito de Companhias Brasileiras. *Contabilidade Vista & Revista*, *23*(3), 109–143.
- Perobelli, F. F. C., & Famá, R. (2003). Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, *7*(1), 9–35. <https://doi.org/10.1590/s1415-65552003000100002>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure ? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, *L*(5), 1421–1460.
- Rodrigues, J. F. M. P. (2017). *Determinantes da Estrutura de Capital: uma análise empírica aplicada ao setor do vestuário em Portugal*. Instituto de Contabilidade e Administração do porto.
- Rodrigues, S. C. A. (2012). *Modelo de Regressão Linear e suas Aplicações*. Universidade da Beira Interior.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, *8*(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Serrasqueiro, Z., & 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>

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>

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>

Vieira, E. S., & Novo, A. J. (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. *Estudos Do ISCA, Série IV*(2). <https://doi.org/10.1234/ei.v0i2.578>

Zhang, Y. (2010). The Product Category Effects on Capital Structure: Evidence from the SMEs of British Manufacturing Industry. *International Journal of Business and Management*, 5(8), 86–112. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v5n8p86>

Zoppa, A., & McMahon, R. G. . (2002). Pecking order theory and the financial structure of manufacturing SMEs from Australia's business longitudinal survey. *School of Commerce*, 10(2), 1–29. Retrieved from <http://www.flinders.edu.au/sabs/business-files/research/papers/2002/02-01.pdf>