



II Encontro Internacional de Língua Portuguesa e Relações Lusófonas

L U S O C O N F  
2019

# Livro de Atas

II Encontro Internacional de Língua Portuguesa e Relações Lusófonas

## Proceedings Book

II International Conference on Portuguese Language and Lusophone Relations

### Editores:

Carlos Teixeira

Vitor Gonçalves

Paula Odete Fernandes

Alexandra Soares Rodrigues

Carla Guerreiro

Lídia Machado dos Santos

**Ficha Técnica | Technical Record**

Título | Title

**LUSOCONF2019**

**II Encontro Internacional de Língua Portuguesa e Relações Lusófonas: livro de atas**

**II International Conference on Portuguese Language and Lusophone Relations: book of proceedings**

Editores | Editors

**Carlos Teixeira**

Instituto Politécnico de Bragança

**Vitor Gonçalves**

Instituto Politécnico de Bragança

**Paula Odete Fernandes**

Instituto Politécnico de Bragança

**Alexandra Soares Rodrigues**

Instituto Politécnico de Bragança

**Carla Guerreiro**

Instituto Politécnico de Bragança

**Lídia Machado dos Santos**

Instituto Politécnico de Bragança

Capa | Cover

**António Meireles e Vitor Gonçalves**

Edição | Edition

**Instituto Politécnico de Bragança - 2021**

**Campus de Santa Apolónia**

**5300-253 Bragança**

**Portugal**

Data de edição | issue date: agosto / August 2021

ISBN: 978-972-745-268-2

Handle: <http://hdl.handle.net/10198/19030>

DOI: <https://doi.org/10.34620/lusoconf.2019>

URL: [www.lusoconf.ipb.pt](http://www.lusoconf.ipb.pt)

Email: [lusoconf@ipb.pt](mailto:lusoconf@ipb.pt)



## Estruturação de capital nas empresas de Cabo Verde

### Capital structure in Cape Verdean companies

Lia Lima<sup>1</sup>, António Fernandes<sup>2</sup>, Ana Paula Monte<sup>2</sup>  
a38101@alunos.ipb.pt, antoniof@ipb.pt, apmonte@ipb.pt

<sup>1</sup> *Instituto Politécnico de Bragança, Campus de Santa Apolónia, 5300-253 Bragança, Portugal*

<sup>2</sup> *UNIAG; Instituto Politécnico de Bragança, Campus de Santa Apolónia, 5300-253 Bragança, Portugal*

#### 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 o 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 tentam explicar essas decisões estruturais das empresas, sendo as mais estudadas a teoria *trade-off* e a teoria *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 capitais daí resultantes, pretende-se com este trabalho averiguar que teorias e determinantes influenciam a estrutura de capitais 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. Este comportamento poderá indiciar que as que as empresas tanto podem seguir a teoria *trade-off* como 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 concepts most addressed in corporate finance, both nationally and internationally, however, no studies on Cape Verdean companies are known, which makes the present work relevant and innovative. The concept of capital structure refers to the decisions that companies have to make as to the sources of finance to turn to, whether to use more outside capital or more equity. Thus, the optimal capital structure is considered as 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

increasing the value of the investment to the equity holders or managers. There are several theories that try to explain these structural decisions of companies. The most studied being the trade-off theory and the pecking order theory. The first consists of the existence of an optimal capital structure for each class of equivalent income, where there is a ratio between own and other capital. The second, also known as the funding sources hierarchy theory, 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 capital structure determinants, this paper aims to investigate which theories and determinants influence the capital structure of Cape Verdean companies. To this end, financial information will be used from a set of Cape Verdean companies, obtained by convenience and applied linear regression. The results indicate that tangibility positively influences companies' indebtedness. This behavior may indicate that companies can follow either the trade-off theory or the pecking order theory during this period.

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

## 1. 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 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 capitais 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 Rendibilidade está negativamente relacionada como o endividamento? A Dimensão está negativamente relacionada com o endividamento?

Este trabalho está dividido em cinco pontos. Após a introdução apresentada no ponto 1 segue-se o ponto 2 que é composto por uma sucinta revisão da literatura. No ponto 3 é retratada a metodologia adotada na execução desta investigação, sendo no 4 ponto feito o tratamento e discussão dos resultados. Por último, no 5 ponto são apresentadas as principais conclusões do trabalho, com referência a algumas limitações, bem como possíveis linhas de investigação futuras.

## 2. Revisão de literatura

### 2.1. Teorias da estrutura de capital

As decisões sobre a estrutura de capital da empresa desempenham um papel fundamental na sobrevivência do negócio, pois a estrutura de capital influencia o custo do capital e o seu valor. Tais decisões, quando tomadas de forma errada, podem originar elevados custos de capital, reduzindo o valor dos capitais próprios e podendo mesmo inviabilizar 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, Haugen, & Senbet, 1981). Para se encontrar a estrutura ótima de capital Barnea et al. (1981) considera ser fundamental responder-se 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?

No sentido dar uma resposta a esta problemática, 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. 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.

Posteriormente surgiu o teorema de Modigliani e Miller (1958) o qual se baseia na hipótese de mercados 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. Modigliani e Miller (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 autores centram-se num 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 as 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; os fluxos de caixa operacionais não são afetados por mudanças na estrutura de capital.

Em 1963 Modigliani e Miller fizeram uma atualização da teoria da irrelevância passando a ter 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 estes autores 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.

No início da década de 1980, DeAngelo e Masulis (1980) consideram que os benefícios fiscais, resultantes da dívida, são limitados aos lucros obtidos. Ou seja, o endividamento só será benéfico para as empresas que possam usufruir das vantagens da dedução dos juros, pois se os resultados forem insuficientes, para aproveitar todas as fontes de poupança fiscal, a dívida não será benéfica uma vez que vai minimizar o valor da empresa.

Brealey e Myers (2003) consideram ainda que uma empresa não se deve financiar exclusivamente com capital alheio, uma vez que, se a utilização de capitais próprios for nula a empresa encontra-se em processo de falência, pois nenhuma empresa conseguirá manter a sua atividade única e exclusivamente com recurso à dívida.

Esta problemática deu origem a algumas teorias que tentam justificar as decisões tomadas pelos gestores. Myers (1977) desenvolveu a teoria *trade-off* (TOT) que 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. 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. 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 (Myers, 1977; Vieira & Novo, 2010). No entanto, os benefícios gerados pelo endividamento devido à poupança fiscal, pode aumentar o risco de insolvência influenciando de forma negativa o seu valor, conseqüentemente pode até desencadear custos de agência resultantes de conflitos de interesses entre os detentores de capital.

A TOT prevê que as empresas maiores, com maior nível de ativos tangíveis, com maior rentabilidade, com poucas oportunidades de investimento de alto risco, 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. Contudo, quanto maior for o endividamento da empresa, maior é o risco financeiro (Myers, 1984).

A teoria *pecking order* (POT), também conhecida como a teoria da hierarquização das fontes de financiamento, foi criada por Myers e Majluf (1984). Estes defendem que as empresas primeiro optam por empregar fundos gerados internamente (autofinanciamento) para financiar os seus investimentos, em segundo lugar utilizar o recurso à 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 sim resulta de decisões ótimas sucessivas, entre as fontes de financiamento de forma hierárquica, tendo como objetivo minimizar os custos provocados pela assimetria de informação (Myers & Majluf, 1984).

A POT explica a razão das empresas mais lucrativas recorrerem menos à utilização de dívida, para financiarem os seus investimentos, uma vez que não necessitam de fundos externos. Esta é uma das razões que leva as empresas menos lucrativas a emitirem dívida uma vez que não têm fundos internos suficientes, sendo a dívida a primeira fonte de financiamento externa na hierarquia das fontes de financiamento. 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).

## **2.2. Determinantes da estrutura de capital**

Os determinantes a apresentar, neste subponto, têm como base as teorias estudadas no subponto anterior dado que afetam as decisões da estrutura de capital das empresas. Os determinantes mais estudados na literatura internacional são a tangibilidade dos ativos, os benefícios fiscais não associados à dívida, as oportunidades de crescimento, a rentabilidade, a dimensão da empresa e idade.

Alguns autores (v.g., Titman & Wessels, 1988; e, Rajan & Zingales, 1995) argumentam que a tangibilidade dos ativos é um fator importante para a alavancagem financeira das

empresas. A TOT prevê uma relação positiva, entre alavancagem e a tangibilidade, dado que as empresas com maior 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; Bradley, Jarrell, & Kim, 1984; Frank & Goyal, 2003; Titman & Wessels, 1988). Harris e Raviv (1991) acrescentam ainda que, os ativos tangíveis reduzem os custos financeiros de financiamento, uma vez que têm capacidade para suportarem mais dívidas, comparativamente aos ativos intangíveis, dado 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 tangibilidades maior são as hipóteses de reduzir os problemas de assimetria de informações entre gerentes/proprietários e credores (Myers, 1984; Sun, Ding, Guo, & Li, 2016). A tangibilidade dos ativos é calculada através do rácio entre os ativos fixos tangíveis (AFT) e o ativo total (AT) da empresa (Perobelli & Famá, 2003; Titman & Wessels, 1988).

DeAngelo e Masulis (1980) foram um dos os primeiros autores a introduzir, formalmente, o conceito de benefícios fiscais não associados à dívida na literatura. Os benefícios referem-se às deduções das depreciações e amortizações, provisões e créditos tributários de investimento, pelo que, estes benefícios podem substituir o papel das poupanças fiscais obtidas pela dívida. A TOT prevê uma relação negativa entre esses benefícios fiscais não associados à dívida 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 menores níveis desses benefícios fiscais (DeAngelo & Masulis, 1980). Essa 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).

As oportunidades de crescimento podem ser consideradas ativos que agregam valor a uma empresa. No entanto, não podem ser garantidos e não estão sujeitos a receita tributável. Empresas com maiores oportunidades de crescimento têm mais necessidades de financiamento. Sendo assim, 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 maiores oportunidades de crescimento necessitam de mais endividamento para financiar os seus investimentos, dado que os financiamentos internos 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, obtendo assim a taxa de crescimento da empresa (Chittenden, Hall, & Hutchinson, 1996).

A rendibilidade é outro determinante da estrutura de capital. Na TOT, as empresas mais lucrativas têm maior alavancagem, uma vez que apresentam um planeamento fiscal adequado, que lhes permite suportar uma taxa de impostos mais reduzida, possuindo uma maior capacidade em cumprir as suas responsabilidades, em relação ao reembolso da dívida e dos juros. A TOT interpreta uma relação positiva entre a rendibilidade e alavancagem da empresa, uma vez que o risco de falência é menor e os benefícios fiscais, relativos aos juros da dívida, são mais representativos para empresas mais lucrativas. A POT, por outro lado, prevê uma relação negativa entre alavancagem e lucratividade, uma vez que as empresas lucrativas podem usar os lucros para financiar oportunidades de investimento e, portanto, têm menos necessidade de dívida externa (Chittenden et al., 1996).

A dimensão da empresa é considerada, por alguns autores (v. g., Acaravci, 2015; Köksal & Orman, 2014), como um determinante da estrutura de capital. 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 falência (Köksal & Orman, 2014). A POT, por outro lado, prevê uma relação negativa, entre o tamanho da empresa e o endividamento, uma vez que as grandes empresas em situações adversas podem alienar com maior facilidade o património, em comparação com as pequenas empresas, e também atribuem uma maior preferência ao capital próprio ao invés da dívida a quando da escolha das fontes de financiamento (Chittenden et al., 1996). Na mesma linha, Titman e Wessels (1988) argumentam que as empresas maiores tendem a ser mais diversificadas acabando por enfrentarem menos dificuldades quando comparadas com as empresas mais pequenas. 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).

### **3. Metodologia da investigação**

#### **3.1. Objetivo de estudo e hipóteses de investigação**

A pergunta de partida servirá de primeiro fio condutor a esta investigação é a seguinte: - Quais os determinantes da estrutura de capitais das empresas de Cabo Verde? Assim, 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 toda a revisão de literatura realizada. Tais hipóteses envolvem cinco fatores que são determinantes na estrutura de capital das empresas: tangibilidade dos ativos, outros benefícios fiscais, oportunidades de crescimento, rendibilidade e a dimensão. Neste sentido formularam-se as seguintes hipóteses de investigação:

H<sub>1</sub>: A tangibilidade está positivamente relacionada com o endividamento.

H<sub>2</sub>: Os outros benefícios fiscais estão negativamente relacionados com o endividamento.

H<sub>3</sub>: As oportunidades de crescimento estão positivamente relacionadas com o endividamento.

H<sub>4</sub>: A Rendibilidade está negativamente relacionada como o endividamento.

H<sub>5</sub>: A Dimensão está negativamente relacionada com o endividamento.

A motivação para realizar esta pesquisa surgiu com o facto de ser uma área de elevada importância, dentro do campo das finanças empresariais, mas também porque existem poucos trabalhos científicos que retratem essa temática da estrutura de capitais e, muito menos ainda, da estrutura de capitais das empresas de Cabo Verde.

Para a realização do presente estudo, foi utilizado um total de 31 empresas de pequena, média e grande dimensão, pertencentes a diferentes setores de atividade económica de Cabo Verde no 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 sendo, deste modo, considerada uma amostra de conveniência. Os dados encontram-se na moeda transacionada em Cabo

Verde, os escudos Cabo-Verdianos (CVE). Para cada ano em estudo tem respetivamente a taxa de inflação.

### 3.2. Modelo de análise e descrição das variáveis

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.

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;

$\beta_0$ : é o coeficiente de interceção;

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

$\varepsilon_i$ : 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). Os valores monetários foram normalizados utilizando-se a transformação z-score, sendo tratados como normalmente distribuídos.

A variável dependente endividamento é calculada através do rácio do total do passivo da empresa sobre o total dos ativos no mesmo ano (Bradley et al., 1984), ver equação (2). Este rácio retrata a forma como o capital alheio contribui no financiamento da empresa (Titman & Wessels, 1988).

$$\text{Endividamento Total} = \frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}} \quad (2)$$

Na Tabela 1 exhibe-se resumidamente as variáveis independentes, com as respetivas fórmulas de cálculos a serem testadas no modelo representado pela equação (1). As fórmulas de cálculo estão de acordo com os estudos teóricos anteriormente realizados.

Tabela 1: Variáveis independentes

Variáveis Independentes	Abreviaturas	Fórmulas	Hipóteses
Tangibilidade	TANG	$\frac{AFT}{AT}$	H <sub>1</sub>
Outros Benefícios Fiscais	OBF	$\frac{(\text{Amort.} + \text{Prov.})}{AT}$	H <sub>2</sub>
Oportunidades de Crescimento	CRES	$\frac{(AT_n - AT_{n-1})}{A_{n-1}}$	H <sub>3</sub>
Rendibilidade	REND	$\frac{RL}{AT}$	H <sub>4</sub>
Dimensão	DIM	$\ln(AT)$	H <sub>5</sub>

Nota: AFT – Ativo Fixo Tangível; AT – Ativo Total; Amort. – Depreciações e Amortizações; Prov. – Provisões; RL – Resultado Líquido.

[Fonte: Elaboração própria]

## 4. Apresentação e discussão dos resultados

### 4.1. 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 escudos cabo-verdianos (CVE). No que concerne à mediana (2.º quartil) até 50% da amostra possui de ativo total os 481 186 876 CVE. As empresas da amostra com melhores resultados líquidos estão situadas no 3.º Quartil que ronda os 186 995 008 CVE.

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

	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	1º Quartil (25%)	2º Quartil (50%)	3º Quartil (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]

### 4.2. Análise e discussão dos resultados

Neste ponto, por intermédio da técnica da regressão pelo método dos mínimos quadrados, tenta-se validar as hipóteses de investigação referidas no ponto 2.1 anterior. Na Tabela 32 resume-se os resultados da aplicação desta técnica ao conjunto de todas as empresas da amostra e para todos os anos.

Como se pode verificar na Tabela 32, o modelo ajustado apresenta um coeficiente de determinação,  $R^2$  ajustado, satisfatório, uma vez que 49% da variável dependente (endividamento total) consegue ser explicada pelas variáveis independentes presentes no modelo, utilizando o método “Enter”. A ANOVA da regressão para o modelo permite concluir que o modelo é estatisticamente significativo, para um nível de significância de 5% ( $p\text{-value} < 0,001$ ), ou seja, indica a rejeição de  $H_0$ . Este modelo apresenta uma reduzida autocorrelação entre as variáveis uma vez que o teste Durbin-Watson tem o valor de 1,963, próximo de 2. Verifica-se ainda que as variáveis independentes não apresentam problemas de multicolinearidade, dado que todas apresentam VIF inferiores a 10.

Tabela 32: Determinantes da estrutura de capital das empresas cabo-verdianas: Modelo geral, no período 2012 a 2017

Modelo (Var. Dependente: Endividamento Total)	Coeficientes não padronizados			Estatísticas de colinearidade	
	B	Erro Padrão	Sig.	Tolerância	VIF
(Constante)	0,553	0,092	<0,001		
Tangibilidade dos ativos	0,214	0,026	<0,001	0,964	1,037
Poupança fiscal não associada à dívida	0,019	0,095	0,845	0,956	1,046
Oportunidade de crescimento	0,113	0,095	0,236	0,948	1,055
Rendimento	0,001	0,002	0,615	0,948	1,055
Dimensão	-0,150	0,094	0,115	0,963	1,038
R quadrado ajustado	0,490		F(5,71) = 15,616 $p\text{-value} \leq 0,001$		
Durbin-Watson	1,963				
Número de observações (n)	88				

[Fonte: Elaboração própria]

A variável independente tangibilidade dos ativos é estatisticamente significativa (ver Tabela 323), para um nível de significância de 1%, permitindo-se, deste modo, validar a  $H_1$ . A variável apresenta uma relação positiva de 0,214 tal como se verificou nos estudos de Acaravci, (2015); Bradley et al. (1984); Frank e Goyal (2009); Titman e Wessels (1988) ou Matias e Serrasqueiro (2017). O comportamento desta variável poderá indiciar que as empresas tanto podem seguir a TOT como a POT.

Para as restantes variáveis não foi encontrada evidência estatística, pelo que não se consegue tirar conclusões quanto as restantes hipóteses de investigação.

## 5. Conclusões e sugestões para futuras investigações

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 *pecking 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 a exportar (63%).

Através da regressão linear múltipla verifica-se que é validada a  $H_1$  o que pode indiciar que as empresas tanto podem seguir a teoria *trade-off* como a teoria *pecking 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 *pecking 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. Pretende-se num trabalho futuro aplicar a metodologia a um número maior de empresas e incluir também determinantes macroeconómicos do país.

## 6. Referências bibliográficas

- Acaravci, S. K. (2015). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Turkish Manufacturing Sector. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(1), 158–171.
- Barnea, A., Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1981). Market Imperfections, Agency Problems, and Capital Structure: A Review. *Financial Management*, 10(3), 7.
- 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.
- Brealey, R., & Myers, S. (2003). *Principles of Corporate Finance* (4th Ed.). New York: McGraw-Hill Higher Education.
- 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.
- 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.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217–248.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Factors Are Reliably Important? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1–37.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, XLVI, n. 1(1), 297–355.
- 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>
- 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.
- 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.
- 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.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592.
- 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.
- 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.
- 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, 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.
- 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.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.
- Vieira, E. S., & Novo, A. J. (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. *Estudos Do ISCA, Série IV*(2).