

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL NAS EMPRESAS CABO VERDIANAS

Lia Lima; Instituto Politécnico de Bragança (Portugal);

António Fernandes; Prof. Adjunto, Unidade de Investigação Aplicada em Gestão (UNIAG¹),
Portugal; Instituto Politécnico de Bragança, Portugal

Ana Paula Monte; Professora coordenadora; Unidade de Investigação Aplicada em Gestão
(UNIAG¹), Portugal; Instituto Politécnico de Bragança, Portugal

Instituto Politécnico de Bragança (IPB)
Escola Superior de Tecnologia e Gestão – Departamento de Economia e Gestão
Campus de Sta. Apolónia, Apartado 1134
5301-857 Bragança (Portugal)

ÁREA TEMÁTICA: B - Finanças

¹ UNIAG, unidade de I&D financiada pela FCT - Fundação para a ciência e a Tecnologia, Ministério da Ciência, Tecnologia e Ensino Superior, no âmbito do projeto n.º UID/GES/4752/2016

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL NAS EMPRESAS CABO VERDIANAS

RESUMO

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. 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. 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 indiciar que as empresas, em estudo, seguem a teoria *peking order* durante este período.

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

INTRODUÇÃO

As decisões ligadas à estrutura de capital representam uma preocupação crescente, por parte dos gestores, por forma a maximizarem o retorno do capital investido. Este tema é bastante abordado, em termos nacionais (Portugal) e internacionais, no entanto, não se conhecem muitos estudos relativos às empresas de Cabo Verde, o que torna o presente trabalho relevante e inovador. Estas decisões desempenham um papel fundamental na sobrevivência do negócio, uma vez que a estrutura de capital influencia no custo do capital assim como no valor da própria empresa. Tais decisões, quando tomadas de forma errada, podem originar elevados custos de capital, reduzirem o valor dos capitais próprios e podem mesmo inviabilizar projetos de investimento reduzindo, deste modo, o valor da empresa (Myers, 1977).

Deste modo, 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 Rendibilidade está negativamente relacionada como 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 – CONTEXTO TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

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. Posteriormente, em 1963, Modigliani e Miller 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. DeAngelo e Masulis (1980) consideram que os benefícios fiscais, resultantes da dívida, são limitados e demonstram ainda que o endividamento só é 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.

Com a estrutura de capital surgiram algumas teorias, entre as quais a teoria *trade-off* (TOT) desenvolvida por Myers (1977), a qual 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 & 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, conseqüentemente 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). 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).

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 (Drobotz & Fix, 2003).

Os determinantes a apresentar têm como base as teorias abordadas anteriormente 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 rendibilidade, e a dimensão da empresa.

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 consequentemente tendem a possuir maior capacidade de endividamento, sobretudo, a longo prazo (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*. 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); 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, Guo, & 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.

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). 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). Assim sendo, a segunda hipótese definida foi a seguinte:

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

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. 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). Deste modo, a TOT prevê uma relação negativa, entre as oportunidades de crescimento e a alavancagem (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.

A TOT indica uma relação positiva entre a rentabilidade e a 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 financia 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 ultima alternativa por causa dos custos associados a emissões de novas ações na presença de assimetrias de informação (Serrasqueiro & Caetano, 2015). A variável da rendibilidade 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). Os autores, Chittenden, Hall e Hutchinson (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.

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 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.

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; Titman & Wessels, 1988). 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).

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

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

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). 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).

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

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

2 – RECOLHA E TRATAMENTO DOS 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. A partir 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 encontram-se 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.

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

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

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.

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 et al., 1984). 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.

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	$\frac{(\text{Deprec.}+\text{Prov})}{AT}$	H2
Oportunidades de Crescimento	CRES	$\frac{(\text{Ativo}_{n}-\text{Ativo}_{n-1})}{\text{Ativo}_{n-1}}$	H3
Rendibilidade	REND	$\frac{RLP}{AT}$	H4
Dimensão	DIM	$\ln(AT)$	H5
Idade	IDAD	$\ln(\text{Idade})$	H6

Onde: AFT – Ativos fixos tangíveis; AT- Ativo total; Deprec.+Prov – Depreciações 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.

De acordo com o indicado anteriormente e tendo em conta 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.

3 – ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na Tabela 2 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, foram excluídas as empresas que apresentam 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.

Tabela 2: Estatísticas Descritivas da variável dependente (endividamento total) e das variáveis independentes (exceto a idade), com dados não standardizados

	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 3 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis dependente e independentes (exceto a idade), após a standardização 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 se pode verificar uma diminuição ligeira em relação aos dados não standardizados. Verifica-se ainda 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. 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 3: Estatísticas descritivas da variável dependente (endividamento total) e das variáveis independentes (exceto a idade), com dados standardizados.

	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 Tabela 4 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, pela Tabela 4, 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 4: 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 5).

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 5: 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, 2018; Rodrigues, 2012). Dado que os valores do VIF são todos inferiores a 5 (Marôco, 2018), significa que há ausência de problemas de colinearidade nas variáveis independentes (ver Tabela 6).

Tabela 6: 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 6, 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 3 a seguir:

$$\widehat{ENDVT} = 0,553 + 0,214 \text{ TANG} + 0,019 \text{ OBF} + 0,113 \text{ CRESC} + 0,001 \text{ REND} - 0,150 \text{ DIM.} \quad [3]$$

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

(R² ajustado=0,490)

Tomando agora como variável dependente o endividamento a curto prazo, como indicador da estrutura de capital (variável dependente), refez-se a análise considerando o rácio capital alheio de curto prazo/ ativo total, com dados estandardizados. Através da matriz de correlação de Pearson, calculada com base no endividamento a curto prazo e as variáveis independentes: tangibilidade, outros benefícios fiscais, oportunidades de crescimento, rentabilidade e dimensão, verifica-se que apenas a tangibilidade ($\rho = 0,487$; $p\text{-value} < 0,001$) se apresenta positivamente correlacionada, considerada 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.

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 R² 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 7).

Tabela 7: 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 8).

Tabela 8: 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 - Rendibilidade; DIM- Dimensão; t- estatística *t* de Student; Sig – nível de significância; VIF- *Variance Inflation Factor*.

Em relação aos coeficientes de regressão, como se pode verificar na Tabela 8, 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 seu endividamento, ou seja, há uma relação positiva entre a tangibilidade e a estrutura de capital da empresa.

O modelo de regressão linear resultante (ver Tabela 7 e Tabela 8) é o que se expressa na equação 4:

$$\widehat{ENDV_CP} = 0,625 + 0,141 \text{ TANG} - 0,115 \text{ OBF} - 0,058 \text{ CRESC} - 0,002 \text{ REND} - 0,002 \text{ DIM} \quad [4]$$

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

(R² ajustado=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*, verifica-se que 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 considerado muito forte e estatisticamente significativo, $\rho=0,896$, $p\text{-value} < 0,001$, enquanto que a correlação com o endividamento a longo prazo é considerada fraca e não estatisticamente significativa $\rho=0,032$, $p\text{-value}=0,734$).

De seguida foi aplicado um filtro na amostra para se considerar, apenas, as empresas para as quais se dispunha de toda a informação necessária para estimar o modelo de regressão linear (além das variáveis independentes que se tem vindo a estudar, também foi considerada a variável idade). Deste modo, a dimensão da amostra reduziu para a 49 observações, pois algumas empresas que não se obteve a variável idade.

A Tabela 9 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis dependente e independentes incluindo a variável idade.

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*, verifica-se que 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 9: 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
OFB	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; OFB- Outros Benefícios Fiscais; CRESC - Crescimento; REND - Rendibilidade; DIM- Dimensão; IDAD – Idade; n – número de observações.

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 10.

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 10: 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 10) é o que se expressa na equação 5:

$$\widehat{ENDVT} = 0,570 + 0,211 \text{ TANG} - 0,050 \text{ OBF} + 0,117 \text{ CRESC} + 0,001 \text{ REND} - 0,153 \text{ DIM} - 0,062 \text{ IDADE.} \quad [5]$$

(p=0,017) (p<0,001) (p=0,715) (p=0,350) (p=0,772) (p=0,473) (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, exhibe-se na Tabela 11, 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, rentabilidade, 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 ajustado=0,458) da variabilidade do endividamento de curto prazo.

Tabela 11: 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 - Rentabilidade; 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 11 , pode ser representado pela equação 6.

$$\begin{aligned}
 \widehat{ENDV-CP} = & 0,024 + 0,184 \text{ TANG} - 0,312 \text{ OBF} - 0,033 \text{ CRESC} + 0,002 \text{ REND} + 0,033 \text{ DIM} + 0,991 \text{ IDADE.} \quad [6] \\
 & (p=0,910) \quad (p<0,001) \quad (p=0,017) \quad (p=0,773) \quad (p=0,546) \quad (p=0,868) \quad (p<0,001) \\
 & (R^2 \text{ ajustado}=0,458)
 \end{aligned}$$

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 possuírem, 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 12 sumariza-se esses resultados. Como se pode visualizar da análise da Tabela 12, 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*.

Tabela 12: 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;

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 instância recorrerão à emissão de capital próprio por novas ações (e consequentemente entrada de novos acionistas ou sócios).

CONCLUSÃO E SUGESTÕES PARA INVESTIGAÇÃO FUTURA

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 BIBLIOGRÁFICAS

- 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.
- Carvalho, R. M. A. (2016). *Determinantes da estrutura de capital das PME excelência*. ISCTE Business School.
- 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.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, XLVI(4), 1325–1359.
- 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.
- 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.
- Herdeiro, I., Monte, A. P., & Fernandes, A. B. (2019). *Os determinantes da estrutura de capital no setor da hotelaria em Portugal*. Associação de Politecnicos do Norte (APNOR).
- Leland, H. E., Pyle, D. H., & Brealey, R. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371–387.
- Lourenço, A. J. S. M., & Oliveira, E. C. (2017). Determinantes del endeudamiento: Evidencia empírica sobre las empresas del distrito de Santarém en Portugal. *Contaduria y Administracion*, 62(2), 625–643.
- Marôco, J. (2018). *Análise EStatística com o SPSS Statistics*. (ReportNumber, Ed.) (7º 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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).
- 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.
- 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.